



## Октябрь: Охота за «Красным октябрём»

12 Октября 2005 г.

www.alfabank.ru

Москва

## Тема: АФК «Система»: участие в росте российского рынка через механизмы «private equity»

- Достигнув 4 октября рекордной отметки в 1052,7 пунктов по индексу РТС, российские акции всего за две торговые сессии скорректировались вниз на 9%. Такая коррекция после сильного затяжного ралли (+52% с середины мая) не удивительна и, с точки зрения среднесрочной перспективы, не должна вызывать беспокойства. Вместе с тем, она происходит в тот самый момент, когда у инвесторов во всем мире нарастает чувство тревоги из-за того, что затяжной период дорогой нефти может привести к росту инфляции и затормозить рост мировой экономики. Кроме того, есть еще и проблема растущих процентных ставок в США, которые снижают заинтересованность в инвестировании средств в акции, вообще, и в акции развивающихся рынков, в частности.
- Находясь на отметке 1052,7 пунктов, индекс РТС на 7% превысил уровень справедливой стоимости (975 пунктов) и начал опережать те тенденции, которые стимулируют рост котировок российских акций (см. ниже). Т.е., откат индекса на уровень 949 пунктов (7 октября), хотя и несколько «переигранный» трейдерами, можно считать обоснованным и даже где-то полезным. Исходя из внутрироссийских факторов, а также прогноза цен на нефть, можно предположить, что более глубокая коррекция не имела бы под собой оснований. Конечно, если трейдеры начнут распродавать бумаги, чтобы восстановить размер денежных позиций на своих счетах, тогда цены вполне могут опуститься ниже, но когда вынужденные продажи завершатся, все равно начнут снова расти. Гораздо большую угрозу представляет возможность провала котировок на американском рынке акций, за которым могут последовать рынки других стран, поскольку в этом случае приток средств акции развивающихся рынков резко сократится.
- В данном обзоре мы анализируем доходность нашего стратегического типового портфеля. По ценам закрытия за 3 октября он подорожал 81,8% по сравнению с ростом индекса РТС на 70,2% и на 67,3% MSCI Russia. В структуру портфеля внесены незначительные изменения (будут действовать до конца года).

## Портфельные рекомендации\*

Сбербанк	Потенциал роста - 31%. Больше других бумаг выигрывает от роста бюджетных расходов на социальную сферу. Ожидается повышение рейтинга агентством Moody's.
МГТС	Потенциал роста - 23%. Превращается в сильную региональную компанию связи. Повидимому, заметно выигрывает от реструктуризации телекоммуникационного бизнеса АФК «Система».
МТС	Бумага становится более ликвидной на внутреннем рынке; ожидается повышение веса в MSCI Russia. Потенциал роста - 27%.
Газпром внутренние	Государство твердо намерено снять ограничения для нерезидентов до конца года; хороший прогноз по финансовым результатам.
НЛМК	Одна из основных рекомендаций на покупку – 28%-ный потенциал роста до уровня справедливой стоимости. В последнее время отставала от рынка из-за неясности с перспективами цен на сталь.
Северсталь	Потенциал роста до уровня справедливой стоимости - 14%. В последнее время отставала от индекса РТС из-за неопределенности перспектив цен на сталь и отсутствия четкой стратегии развития. Во 2П05 можно ожидать ускорения роста котировок.

Примечание: \* срок инвестиций - 3-6 месяцев

## Последние публикации

Компании розничной торговли: высокие темпы роста не оправдывают завышенную стоимость акций Светлана Суханова, Елена Бороденко	Сентябрь 30
Сибнефть: Сделка с Газпромом не оставляет надежд миноритариям Аниса Нагария	Сентябрь 28
Продукты питания и напитки: аппетиты инвесторов растут Светлана Суханова, Елена Бороденко	Сентябрь 23
Башкирнефтепродукт: последнее звено в цепи Аниса Нагария, Эрик ДеПой	Сентябрь 19
МТС: Всплеск ликвидности облегчит рост котировок Андрей Богданов, Светлана Суханова	Сентябрь 13
Сентябрь: рынки в сезон ураганов Аналитика Альфа Банка	Сентябрь 8
Российский банковский сектор: восходящие звезды ритейла Наталья Орлова	Сентябрь 8
"Красный Октябрь": сладкая начинка не вызывает аппетита Светлана Суханова, Елена Бороденко	Сентябрь 5
Если Вас заинтересовала какая-либо из данных публикаций, пожалуйста, дайте нам знать, и мы вышлем Вам ее незамедлительно	

## Отдел исследований

research@alfabank.ru

(095) 795-3676

Инвесторы могут исходить из предположения, что Альфа-Банк или аффилированные с ним структуры получили компенсацию за инвестиционно-банковские или неинвестиционно-банковские услуги, связанные с ценными бумагами, в течение 12 месяцев, предшествующих дате рассылки данного исследования, и намерен получить компенсацию за другие инвестиционно-банковские или неинвестиционно-банковские услуги, связанные с ценными бумагами, от компаний, анализируемых в данном исследовании, в течение следующих трех месяцев. Все заключения, прогнозы и оценки, содержащиеся в данном исследовании, отражают мнение его авторов на дату публикации и могут быть изменены без предупреждения.

**СОДЕРЖАНИЕ:**

Стратегия.....	3
Тема: АФК «Система»: участие в росте российского рынка через механизмы «private equity» .....	33
Итоги оценки .....	33
Возможность портфельного участия в фонде прямых инвестиций .....	37
Динамика и оценка акций .....	39
Графики.....	43
Экономика и политика.....	45
Новости компаний и отраслей.....	47
Нефть и газ .....	47
Энергетика .....	55
Телекомы .....	57
Металлургия.....	62
Машиностроение .....	65
Пищевая промышленность и розничная торговля .....	66
Банковский сектор .....	70
Рынок облигаций .....	72
Индекс РТС: осеннее падение .....	74



## Стратегия

Кристофер Уифер, (7 095) 103-7322; Эрик ДеПой (7 095) 789-8518

- На недавнем рыночном пике акции были, в среднем, переоценены на 7%, причем некоторые торговались с еще большими премиями.
- Последнее по времени падение цен вернуло их на более устойчивый уровень (ближе к нашему расчету справедливой цены РТС на уровне 975 пунктов, с учетом DCF) Цены ряда акций вновь представляют интерес для лиц со среднесрочным инвестиционным горизонтом.
- С учетом текущей доходности российские акции не кажутся дорогими, по сравнению с сопоставимой группой активов GEM (дисконт к ним составляет, в среднем, 20%).
- Нынешняя коррекция рынка может привести к дальнейшему снижению цен акций, и опасность их вынужденной продажи трейдерами ввиду необходимости вернуть кредиты способна в краткосрочной перспективе вызвать еще более резкое падение. Так что инвесторы, возможно, вернуться не раньше, чем опасность уйдет в прошлое (неважно, реализовавшись или нет).
- Рыночные факторы «российского происхождения» остаются, в целом, неизменными. Ожидается, что на быстрое улучшение финансового состояния страны (например, досрочное погашение ее внешних долгов и рост валютных резервов) Moody's отреагирует повышением рейтинга России. С учетом заявленных агентством критериев вполне оправдан переход к рейтингу «А-».
- Нынешнее снижение цены на нефть стало итогом совместных мер США, МЭА и ОПЕК по стабилизации цен на возможно более низком уровне (в ожидании неизбежного их роста в период зимнего дефицита нефтепродуктов в США, который уже очевиден). Эти меры (т.е. использование стратегических запасов в целях компенсации потерь в регионе Мексиканского залива) носят краткосрочный характер и вскоре себя исчерпают.
- Более веская угроза активам развивающихся рынков исходит из возможного разворота мощных потоков ликвидности (в текущем году обеспечивших рост этого класса активов) ввиду замедления темпов развития мировой экономики и продолжающегося повышения процентных ставок в США.
- В конце концов, высокий уровень ликвидности в России станет противовесом любому развороту этих потоков, но негативная реакция на признаки такого разворота неизбежно повредит котировкам акций.
- В целом, перспективы для российских активов все еще выглядят привлекательно как в среднесрочном плане, так и в начале 2006 г. Главная угроза данного момента – вынужденная продажа акций трейдерами с целью восполнения необходимого минимума средств на счете, а основная угроза в среднесрочной перспективе – разворот потоков ликвидности в сторону от фондов GEM.

Достигнув 4 октября очередного максимума в 1052,7 (РТС), фондовый рынок за два последних дня совершил быструю коррекцию (-9%). После сильного и продолжительного ралли акций (на 60% с середины мая) такая коррекция не вызвала ни удивления, ни серьезного беспокойства в среднесрочной перспективе. Тем не менее, она происходит в момент,



**Акции переживают коррекцию на страхах в отношении того, что замедление роста экономики и подъем процентных ставок могут развернуть потоки ликвидности от инвестиционных фондов**

**По итогам недавнего подъема фондовый рынок перегрелся, и нынешняя коррекция носит - пока что - оздоровительный характер**

**Если не случится «внешнего шока», то вскоре наступит стабилизация и консолидация рынка**

**Риск всплеска цен на нефть сохраняется, и в текущем месяце ожидают, что Moody's повысит суверенный рейтинг России**

**Не так как в кино, но...**

Когда инвесторы во всем мире начинают все больше нервничать по двум поводам. Во-первых, по поводу инфляционного воздействия на глобальный рост экономики (порождаемого столь долгим периодом высоких цен на нефть). Во-вторых, по поводу возможного негативного влияния растущих в США процентных ставок на приток ликвидности в глобальные инвестиционные фонды (в т.ч. в GEM). Начиная с 2004 г., рекордные инвестиции в эти фонды остаются фактором, определяющим динамику активов GEM, и радикальный разворот их потоков почти наверняка означал бы окончание общего («бычьего») настроения на подъем развивающихся рынков. Для российских инвесторов тревожные соображения глобального характера также появляются в момент, когда международные энергетические агентства прилагают все усилия к тому, чтобы в преддверии зимнего сезона поставок снизить цены на нефть.

На отметке 1052,7 Индекс РТС на 7% превысил наш уровень справедливой цены (975 пунктов) и опередил тренд ряда факторов (см. ниже), поддерживающих котировки акций. Т.о., возврат к отметке 955 (уровню закрытия вчерашнего вечера), хотя и с некоторым «перебором», оправдан и благодетелен. Учитывая внутрироссийские факторы, а также возможный тренд нефтяных цен в связи с предполагаемыми трудностями зимнего периода (с точки зрения поставок), мы не видим оснований для более глубокой ценовой коррекции. Разумеется, если трейдеры начнут продавать бумаги, чтобы вернуть кредиты, то котировки могут опуститься ниже, но – по снятию давления – должны будут совершить «отскок» до уровня справедливой цены. Более серьезной угрозой остается «внешний шок» в форме резкого падения фондового рынка США, которое имело бы негативный резонанс по всему миру, либо крутого поворота ликвидности в сторону от GEMs.

В отсутствие этих внешних шоков инвесторы могут быть по-прежнему уверены, что нынешние котировки устойчивы и что в ближайшие 12 месяцев акции принесут, в среднем, не менее 12% (хотя некоторые имеют и существенно больший потенциал роста, рассчитанный по методу DCF). Полный перечень акций, ранжированных по потенциалу роста до справедливой стоимости (по данным закрытия вчерашнего вечера), даны в Илл. 14.

С другой стороны, весьма вероятно, что зимой цена нефти побьет новые рекорды - из-за нехватки нефтепродуктов в США и угрозы поставкам, вызванной ростом напряженности между Великобританией и США, с одной стороны, и Ираном, с другой. Разумеется, это лишь усилит и без того серьезные опасения за рост мировой экономики и повредит потокам инвестиций в GEMs. Однако в рамках активов этого класса Россия уже имеет такое преимущество, как высокий уровень дешевой отечественной ликвидности (см. ниже). Кроме того, российские активы позволяют портфельным инвесторам хеджировать риски подорожания нефти. Также ожидается, что Moody's повысит инвестиционный рейтинг России, и – с учетом объявленной агентством методики – мы не видим причин, по которым исключался бы рейтинг «А-». Это сильно поддержало бы уровень цен на российские акции.

Хорошей аналогией текущему состоянию фондового рынка служит название книги (и фильма): «Охота за Красным Октябрем». Российский фондовый рынок вырос быстрее других рынков, движимый новым соотношением факторов: дорогая нефть, обильная ликвидность, стабильность страны и хорошие корпоративные новости. Однако, несмотря на явную реанимацию «дела Юкоса», мы не видим признаков того, что государство (или иные внутренние факторы) станет (станут) причиной разрушения хорошего инвестиционного климата, сложившегося в России в текущем году. Видимо, правительство осознало все выгоды «позитивного» образа действий, о чем свидетельствует характер недавней сделки «Газпром-Сибнефть». Сейчас реальная угроза – наскочить на «плавучую ми-



ну» в виде глобальной фондовой коррекции или разворота потоков ликвидности. Исторически, октябрь – это месяц, когда риск таких событий максимально высок.

**Илл. 1. РТС опережает фондовые индексы большинства развивающихся стран**



Источник: DATASTREAM

## «Moody's блюз», или бонды еще в игре

**Риск дефолта по суверенным долгам России равен нулю**

Вот одно из позитивных событий, ожидаемых в этом месяце: агентство Moody's завершает анализ кредитного рейтинга России и должно повысить его более чем на один пункт. Учитывая, что критерием служит «готовность и способность» платить (т.е. оценка риска дефолта), нынешний оптимизм (в отношении перехода прямо к рейтингу «А-») оправдан. Это привело бы к росту цен облигаций, что стало бы мощной поддержкой котировок акций.

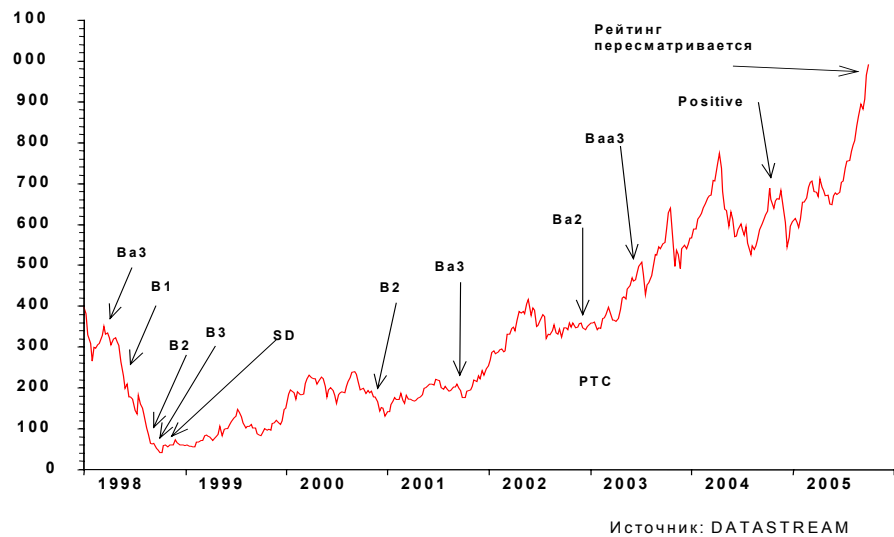
**Два последних случая, когда Moody's подняло рейтинг России, сопровождались коррекцией фондового рынка на 10%, ...но тогда этому были конкретные причины негативного свойства**

Тренд фондовых активов (на фоне повышений рейтинга суверенного долга России агентством Moody's) показан на Илл. 2 в сопоставлении с трендом РТС. В подкрепление опасений на счет «эффекта Октября» напомним: после того, как Moody's повысило рейтинг России до инвестиционного (8 октября 2003 г.), был арестован М. Ходорковский – и к концу года Индекс РТС упал на 12%. Вслед за повышением тем же агентством рейтинга России до «positive watch» (6 октября 2004 г.) наступил очередной «налоговый шок», и к концу года РТС вновь упал на 10%.

Разумеется, даже если этой истории суждено повториться, то в текущем году «обычная» коррекция рынка на 10% (сопровождавшая повышение рейтинга в октябре 2003 г. и 2004 г.) уже произошла.



Илл. 2. Повышение рейтинга агентством Moody's



Источник: DATASTREAM

### В сентябре рынок был сильным

**В сентябре акции России вновь оказались лучше активов GEMs**

В сентябре российский рынок вновь сильно вырос: на 16,8% (PTC) против 7,2% для GEM, в среднем. Полностью данные о динамике основных рынков GEM (за те же периоды, что приведены в Илл. 3 ниже) см. на Илл. 18. С начала года (т.е. на момент закрытия 3 октября) рост PTC составил чуть больше 70% - и сильно опередил средний показатель для развивающихся рынков (22%), уступив лишь фондовому рынку Аргентины (89%).

**В этом году гораздо лучший результат показали лишь рынки арабских стран, также утопающих в дорогой нефти**

Разумеется, фондовые рынки арабских стран Залива растут гораздо существеннее, чем российский рынок. Однако, если не считать недавней либерализации рынка Саудовской Аравии (теперь покупать акции там могут и нерезиденты), большинство этих рынков закрыта для инвесторов, которые не относятся к GCC (Совет по сотрудничеству стран Персидского залива). Это, плюс тот факт, что арабские инвесторы сегодня весьма неохотно вкладывают деньги в США, создало на многих из этих рынков накаченный ликвидностью «пузырь», который сохраняется лишь до тех пор, пока цены на нефть остаются высокими.

**Пример Венесуэлы показывает, что происходит, когда риск слишком высоки - несмотря на то, что цены на нефть также высоки**

В этом году в отличие от рынков других нефтедобывающих стран фондовый рынок Венесуэлы остается из-за высоких политических и общеэкономических рисков одним из худших (-33%). Это веское напоминание о том, что инвестиционный климат не спасут и нефтяные потоки, если нет важнейших двух факторов: политической стабильности и экономической предсказуемости.

Илл. 3. Динамика индекса PTC в сравнении с основными зарубежными рынками акций

	Сентябрь	За 3 месяца	С начала года	За 12 мес.	За 24 месяца
PTC	16,8%	45,0%	70,2%	58%	76%
MSCI Russia	19,2%	49,3%	67,3%	50%	75%
Развивающиеся рынки в целом	7,2%	16,9%	22,0%	38%	69%
EMEA	7,3%	27,1%	26,7%	50%	91%
Латинская Америка	14,5%	29,8%	41,4%	64%	125%
Азия	9,9%	17,9%	19,6%	22%	28%
Мировой рынок акций в целом	1,2%	6,4%	4,4%	15%	29%
Dow Jones	0,7%	2,2%	-2,3%	3%	10%
Евросоюз	-0,3%	7,2%	4,1%	19%	42%
Nikkei	9,9%	17,9%	19,6%	22%	28%

Источник: оценка Альфа-банка; \* исходя из цен закрытия за 3 октября 2005 г.; полный перечень в Илл. 16





**Фиксация прибылей отбрасывает назад акции, успевшие до этого показать сильную динамику**

**Лучшие акции в сентябре**

Хотя главный удар (в виде фиксации прибыли) в ходе последней коррекции пришелся на акции, показавшие с начала года (т.е. на 3 октября) наилучшую динамику, их относительные позиции остаются, в целом, такими, как на Илл. 4. Полные данные о динамике акций (в их алфавитном порядке) за несколько исторических периодов приведены в Илл. 15.

**Короткий комментарий по акциям с наилучшей динамикой:**

<b>Юкос</b>	Чисто спекулятивная акция, судя реалистически, неустойчивая
<b>Мосэнерго</b>	Ликвидность в узких рамках, виды на развитие реструктуризации отрасли
<b>Иркутскэнерго</b>	Планируется продажа оставшихся у государства акций
<b>Татнефть</b>	Активы считаются дешевыми, уже заявлен один покупатель (в лице инвестиционного фонда)
<b>Седьмой Континент</b>	Сильная акция в потребительском сегменте
<b>ОМЗ</b>	Слухи о возможной покупке ОМЗ Газпромом или РАО ЕЭС
<b>РАО ЕЭС</b>	Надежды на прогресс реформ
<b>Пятерочка</b>	Хорошие финансовые результаты
<b>ЛУКОЙЛ</b>	Считается «надежной» нефтяной акцией и активно скупается портфельными инвесторами

**Худшие акции в сентябре**

**Короткий комментарий по акциям с худшей динамикой:**

<b>Ленэнерго</b>	Неопределенность в отношении будущего собственника и уровня цены
<b>Балтика</b>	Отсутствие интереса у инвесторов после предыдущего сильного взлета котировок
<b>Челябинский трубный</b>	Акция, по данным с начала года, представляется инвесторам слишком дорогостоящей
<b>Аэрофлот</b>	Предупреждение о возможном снижении прибыли ввиду того, что по техническим причинам часть самолетов компании осталась «на приколе»
<b>АвтоВАЗ</b>	Просто плохая акция
<b>Калина</b>	Акция, по данным с начала года, представляется инвесторам слишком дорогостоящей
<b>Сибнефть</b>	Разочарование условиями сделки с Газпромом
<b>ЗСМК</b>	Новостей нет, интерес отсутствует
<b>Центртелеком</b>	Общая апатия по отношению к региональным телекомпаниям (ввиду задержки с приватизацией Связьинвеста)
<b>МГТС</b>	Причина та же, но к концу месяца отмечен рост интереса инвесторов

**Илл. 4. Лидеры роста и падения за сентябрь**

	Рыночная капитализация	Сентябрь	За 3 месяца	С начала года
	млн \$	%	%	%
Юкос	3.538	95,8	103,5	80,0
Мосэнерго	3.392	52,4	63,1	-13,2
Иркутскэнерго	1.811	50,0	83,3	94,2
Татнефть	7.843	48,6	91,7	157,8
Седьмой Континент	1.558	41,0	63,0	141,0
Газпром	124.996	37,4	81,7	92,2
ОМЗ	198	30,3	44,7	68,7
РАО ЕЭС	16.622	25,4	44,3	51,4
Пятерочка	3.126	24,0	57,0	38,0
ЛУКОЙЛ	51.289	23,5	60,3	99,3
<b>РТС</b>		<b>16,8</b>	<b>45,0</b>	<b>70,2</b>
МГТС	1.317	4,4	21,7	40,0
ЦентрТелеком	647	4,0	12,0	41,0
ЗСМК	1.757	4,0	-3,0	48,0
Сибнефть	16.595	2,9	1,7	20,0
Калина	329	1,0	18,0	98,0
АвтоВАЗ	664	0,3	-3,6	-12,1
Аэрофлот	1.755	-0,1	-1,4	15,0
ЧТПЗ	491	-1,0	92,6	258,6
Балтика	3.504	-6,8	8,3	71,3
Ленэнерго	452	-41,1	-9,5	-33,9

Источник: РТС, Отдел исследований Альфа-банка; \* исходя из цен закрытия за 3 октября 2005 г.

## Рыночные факторы

Основные факторы, обусловившие рыночное ралли с середины мая, можно грубо разделить на пять категорий:

### Нефть

Воздействие на макроэкономическое положение России (в связи с ростом ее нефтяных доходов).

Итоговое воздействие на прибыльность и дивидендную доходность корпораций.

Увеличение в инвестиционных портфелях удельного веса все сужающегося перечня компаний и отраслей, что позволит затем «давить» на цены (как вниз, так и вверх, что мы наблюдали на той неделе).

### Ликвидность

В текущем году инвесторы продолжают рекордным темпом вкладывать средства как в мировые фонды, так и в фонды GEM. Приток ликвидности на прошлой неделе был крупнейшим с начала года.

На фоне нефтегазовых доходов России продолжается рост ликвидности, которая становится по низким ставкам доступной фондовым инвесторам. Разумеется, фондовые рынки, движимые высоким уровнем местной ликвидности, при смене настроений инвесторов подвержены резкой коррекции (вроде той, что произошла на этой неделе).

Структура рынка способствует резкому повышению цен в связи с тем, что доля обращающихся акций, призванная абсорбировать обильную ликвидность, не превышает 30%.





**Государство и бизнес** Правительство осознало ущерб, нанесенный инвестиционному климату действиями государственных чиновников и ведомств в 2004 г., и приняло меры по исправлению положения.

Правительству необходимо сохранить высокий уровень инвестиций.

В год председательства России в G-8 Путин хочет создать в глазах мировой общественности привлекательный образ страны. Стремясь привлечь иностранных инвесторов в Россию, он работает над заключением важных двусторонних торговых и политических соглашений.

**Корпорации/Макроэкономика** Сегодня реальными стали корпоративные «success stories», которых так долго ждали.

Недавние IPO оказались весьма успешны (выявив высокий спрос на российские активы на мировых рынках).

Рост доходов высок, что объясняется как ценой нефти, так и макроэкономическими условиями.

Российские акции остаются дешевыми – с учетом как доходности (торгуются с 20%-ным дисконтом к средним значениям для GEM), так и (особенно) качества активов.

Выплата внешнего долга продолжается, и высокие нефтяные доходы позволили заметно смягчить фискальную политику, что в среднесрочной перспективе должно поддержать бум как в потребительском секторе, так и в секторе услуг.

Возможно, агентство Moody's повысит рейтинг России до уровня «А-».

***Движущей силой фондового рынка остается нефть***

***Недавнее ослабление цен на нефть едва ли продлится до начала зимы***

## **Нефтяной прогноз**

На Илл. 5 показана тесная корреляция между ценой нефти и трендом фондового рынка. Любое понижение ценового тренда ослабит поддержку котировок акций (ввиду опасений инвесторов за доступность ликвидных средств и за рост доходов/дивидендов).

Причина недавнего ослабления цен на нефть - в том, что: а) это – коррекция после всплеска, вызванного страхами перед последним ураганом, и б) США, МЭА и ОПЕК прилагают все усилия к тому, чтобы накануне зимы снизить цены. Поэтому сегодня на рынке реализуется большая партия нефти из стратегических запасов МЭА/США, не говоря об обещании ОПЕК увеличить добычу на 2 млн баррелей в сутки. Уже сегодня готовятся (призванные успокоить рынок в 2006 г.) дополнительные (и значительные) поставки нефти (включая экспортный нефтепровод Баку-Джейхан, который вскоре начнет транспортировать нефть к порту на Средиземном море). Однако ясно, что этой зимой существенная нехватка нефтепродуктов ожидается в США и, возможно, в Европе. Т.о., нынешние меры по сдерживанию цен недостаточны (так как будет реализован относительно небольшой объем сырья) и ограничены только лишь задачей предотвращения преждевременного всплеска цен.



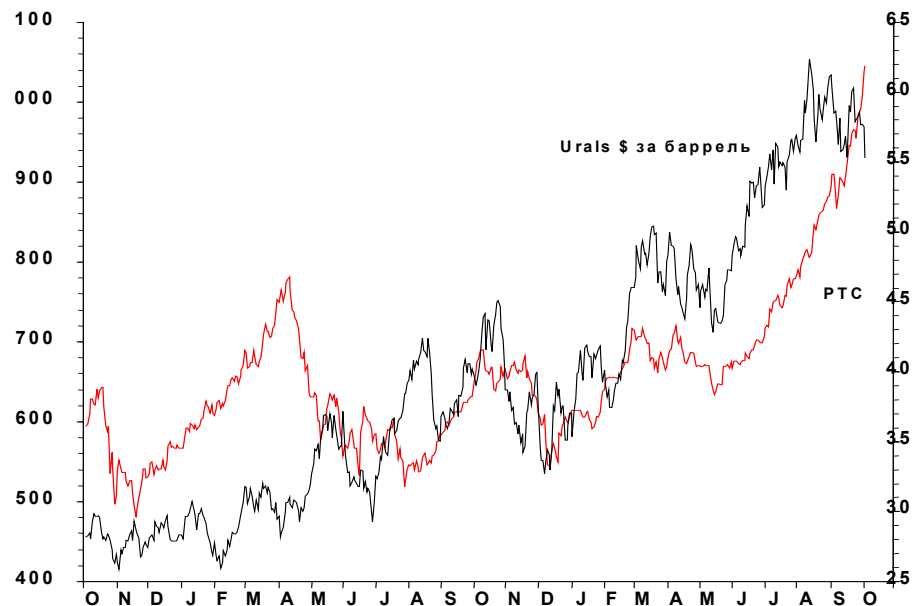
**В 2005 г. цена нефти должна стабильно держаться на уровне выше средней цены в \$51,5/баррель, которая была использована в наших моделях**

Цены на нефть должны остаться, в среднем, не ниже \$51,5 за баррель, т.е. отметки, которую мы в текущем году использовали в наших оценках и макроэкономических моделях. Недавнее ослабление цены не должно быть слишком заметным, так как:

- Между предложением и спросом в США имеется значительный дисбаланс;
- Новые крупные поставки реальны лишь в 2006 г.;
- В настоящий момент США/МЭА поставляют на рынок нефть из своих стратегических запасов, но вскоре они закончатся; и
- Растет напряженность в отношениях США с Ираном, который, в случае нападения на него, угрожает применить «нефтяное оружие».

Прогноз роста цен на нефть этой зимой остается в силе, и угроза всплеска цен более вероятна, чем их резкое падение.

**Илл. 5. Двигатель рынка акций – цены на нефть**



Источник: DATASTREAM

**С начала года средняя цена остается чуть ниже \$50/баррель и продолжает расти**

С начала года средняя цена Urals (чуть ниже \$50/баррель) была на 45% выше, чем средняя цена за 2004 г.



Илл. 6. Средняя цена нефти с начала 2005 г. на 43% выше, чем в 2004 г.



Источник: DATASTREAM

Фондовый рынок имеет резкий крен в сторону нефтегазовых компаний, и поскольку цены на нефть сильно влияют на ликвидность и рост доходов этих компаний, общий подъем на рынке наступает довольно быстро.

**Структура фондового рынка по отраслям**

Илл. 7. Отраслевая структура рынка акций

«Нефтянка»	33,7%
Газовая промышленность	31,2%
Связь	11,7%
Металлургия	8,0%
Электроэнергетика	6,5%
Банки	4,6%
Потребительский сектор	3,1%
Перерабатывающая промышленность	1,2%

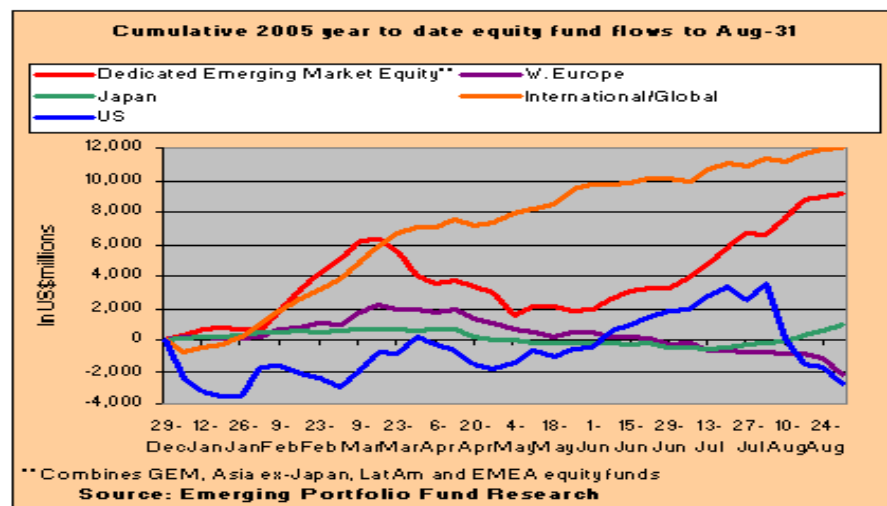
Источник: Отдел исследований Альфа-банка; \* исходя из цен закрытия за 3 октября 2005 г.

**Потоки ликвидности**

**В этом году потоки ликвидности бьют прежние рекорды**

С начала года международные фонды акций и фонды, вкладывающиеся в конкретные GEM, зарегистрировали рекордные поступления в сумме свыше \$12 млрд и свыше \$10 млрд. На развивающихся рынках это – мощный фактор роста цен акций.

Илл. 8. Динамика притока средств на развивающиеся рынки акций и фонды зарубежных акций с начала 2005 г.

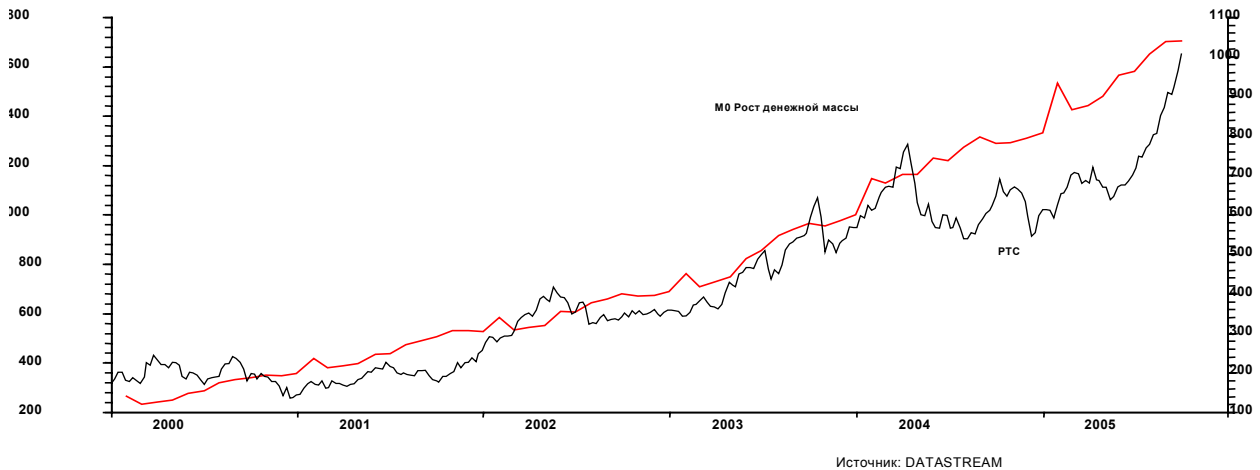


\*\* Combines GEM, Asia ex-Japan, LatAm and EMEA equity funds  
Source: Emerging Portfolio Fund Research



Российская ликвидность меньше, чем прочие GEM, зависит от притока иностранных средств. Впрочем, российские акции не так зависят от иностранных денежных потоков, как другие развивающиеся рынки, благодаря гигантскому расширению доступа к отечественной ликвидности. Ниже дана таблица, в которой показаны тренды местной ликвидности и цен акций. За исключением 2004 г. и «дела Юкоса», корреляция весьма тесная.

**Илл. 9. Свободные деньги, вращающиеся на внутреннем рынке, толкают акции вверх**



**При нынешних ценах на нефть и газ «Russia Inc» зарабатывает в день свыше \$460 млн**

При текущих ценах сырья Россия ежедневно зарабатывает на одном лишь экспорте нефти и газа около \$460 млн. На недавнем пике нефтяных цен эта цифра превышала \$500 млн в сутки. В 1999 г. она была лишь около \$100 млн или чуть ниже. Вот почему тренд денежной массы столь крут и почему российские инвесторы располагают столь обильной ликвидностью.

**Сегодня на фондовом рынке полностью доминируют местные инвесторы**

Таблица на Илл. 10 ниже показывает, как изменился характер активности рынка. Там сегодня на две трети преобладают отечественные инвесторы и трейдеры (по последним данным, местные транзакции и иностранные операции с АДР соотносятся как 68:32). В 2000 г. пропорция была 40:60. Т.о., пока ликвидность находится на столь высоком уровне (т.е. пока нефтяные доходы так велики), серьезных перемен произойти не должно.

**Илл. 10. На внутреннем рынке доминируют отечественные игроки**

	2002		2003		2004		2005		За последнюю неделю*	
	млн \$	%	млн \$	%	млн \$	%	млн \$	%	млн \$	%
Российские биржи	182	50	230	55	527	55	256	54	1.049	68
Зарубежные площадки	181	50	188	45	429	45	221	46	498	32
Среднедневной объем	363		418		956		477		1.547	

Источники: Отдел исследований Альфа-Банка; \* исходя из цен закрытия за 4 октября 2005 г.

Подъему цен на акции способствовала также сравнительно небольшая доля акций в обращении.

**Илл. 11. Структура владельцев акций \***

	Доля участия	Всего
Инсайдеры всего**	37,6	\$150,9 млрд
Стратегические инвесторы	13,5%	\$54,2 млрд
Органы власти, в т.ч. региональные	20,6%	\$82,7 млрд
Доля свободнообращающихся акций	28,3%	\$113,6 млрд
Фондовый рынок в целом	100%	\$401,4 млрд

Источники: Отдел исследований Альфа-Банка; \* исходя из цен закрытия за 3 октября 2005 г.; \*\* инсайдеры – менеджмент и связанные с ним группы



## **Улучшение отношений между государством и бизнесом**

*Сделка «Газпром-Сибнефть» ясно показывает, как изменилось понимание властями вредных последствий их агрессивного поведения для инвестиционного климата в стране*

Недавняя покупка мажоритарного пакета Сибнефти ярко иллюстрирует то, как улучшилось отношение государства к бизнесу и углубилось понимание властью ущерба, который агрессивные действия ее чиновников и ведомств наносят инвестиционному климату. Способ осуществления сделки резко отличен от того, как государство в декабре прошлого года устанавливало контроль над главным добывающим подразделением Юкоса. В тот раз проведение аукциона и дальнейшие манипуляции со структурой собственников в начале года заметно усугубили тревогу инвесторов, ослабив фондовый рынок. И наоборот, последняя сделка - имевшая, в целом, аналогичную задачу: восстановить контроль государства над значительной частью энергетического сектора России – была проведена относительно чисто, как сделка между независимыми партнерами, действовавшими в собственных интересах. Это подтверждает нашу точку зрения, согласно которой правительство извлекло урок из «дела Юкоса» и будет стараться избежать любых подобных событий, чреватых ущербом для инвестиционных потоков. Для рынка в целом это – весьма положительная тенденция.

## **Новости корпораций**

*В этом году корпоративные новости были положительными*

В этом году положительным был также поток корпоративных новостей, особенно прогресс в давно назревших вопросах, таких как отмена двойного рынка акций Газпрома, приватизация Связьинвеста, а также расширение доли государственной собственности в энергетическом секторе.

## **Улучшение макроэкономического положения**

*Сегодня разрыв в доходности к Казначейским бумагам США снизился почти до 100 б.п.*

На данный момент валютные резервы страны составляют \$163 млрд, Стабилизационный фонд приближается к \$35 млрд и ежемесячно увеличивается более чем на \$3 млрд, а Минфин спешит договориться о выплатах в ближайшие два года большей части внешнего долга. Спрэд доходности по российским суверенным еврооблигациям продолжает сокращаться, как явствует из приведенного ниже графика: «Разрыв в доходности к Казначейским бумагам США».



**Цены облигаций являются сильной долгосрочной поддержкой для рынка акций**

**Илл. 12. Спреды относительно казначейских обязательств США продолжают сужаться**



Источник: DATASTREAM

Рынок облигаций служит показателем макроэкономического здоровья экономики и является сильной опорой фондового рынка. На рынке долгов «фактор Юкоса» отсутствует, так что рынок акций (освободившись от последствий таких событий, как «дело Юкоса») устремляется (в лице РТС) вдогонку за облигациями.

**Илл. 13. Рынок акций ориентируется на динамику облигаций**



Источник: DATASTREAM



**Илл. 14. Акции в порядке убывания потенциала роста до DCF-стоимости**

Акция	Рыночная капитализация	Цена	Справедливая стоимость	Потенциал роста до справедливой стоимости
	млн \$	\$ за акцию	\$ за акцию	%
НЛМК	7.857	1,31	1,77	35,0
АвтоВАЗ	664	24,40	32,60	33,6
Вымпелком	8.272	40,33	52,00	28,9
Иркут	598	0,68	0,87	27,9
МТС	14.964	37,53	48,00	27,9
Голден Телеком	1.054	28,98	37,00	27,7
МГТС	1.255	15,72	19,80	25,9
Сбербанк	17.993	947,00	1,170,00	23,5
Норильский Никель	15.829	74,00	87,00	17,6
Уралсвязьинформ	1.292	0,04	0,05	17,5
Северсталь	4.954	8,98	10,54	17,4
Балтика	3.504	28,60	33,00	15,4
ЧТПЗ	468	0,99	1,10	11,1
ММК	4.518	0,45	0,50	11,1
Мечел	4.324	31,16	34,50	10,7
Волга Телеком	1.001	4,07	4,43	8,8
АФК «Система»	12.010	24,89	26,80	7,7
Аптечная сеть 36,6	208	26,00	27,90	7,3
НТМК	2.215	1,69	1,80	6,4
<b>РТС</b>		<b>955,0</b>	<b>975,0</b>	<b>2,1</b>
ЗСМК	1.859	140,00	140,00	0,0
ЦентрТелеком	663	0,42	0,41	-2,4
Сургутнефтегаз	35.262	0,99	0,96	-2,7
Сибнефть	15.959	3,37	3,27	-2,8
Сибирьтелеком	841	0,07	0,07	-2,9
ВСМПО	2.012	168,15	160,00	-4,8
Выксунский метзавод	924	491,0	460,0	-6,3
Калина	331	33,90	31,70	-6,5
Вимм-Билль-Данн	836	19,00	17,60	-7,4
Северо-Западный Телеком	805	0,78	0,71	-9,0
ЛУКОЙЛ	46.143	54,3	49,3	-9,2
ОМЗ	187	5,30	4,80	-9,4
Ростелеком	1.760	2,42	2,07	-14,3
Дальсвязь	237	2,16	1,80	-16,7
Седьмой Континент	1.629	25,25	18,00	-28,7
Пятерочка	3.095	20,20	14,00	-30,7
ЮТК	340	0,12	0,08	-33,9
Газпром	121.682	5,1	U/R	U/R
Татнефть	7.124	3,27	U/R	U/R

Источник: Отдел исследований Альфа-Банка; \* исходя из цен закрытия за 5 и 6 октября 2005 г.

**Илл. 15. Динамика доходности акций \***

	Рыночная капитализация млн \$	Сентябрь	За 3 месяца	С начала года	За 12 месяцев	3 а 24 месяца
		%	%	%	%	%
<b>РТС</b>		<b>16,8</b>	<b>45,0</b>	<b>70,2</b>	<b>58</b>	<b>76</b>
Аэрофлот	1.755	-0,1	-1,4	15,0	42	190
Аптечная сеть 36,6	208					
АвтоВАЗ	664	0,3	-3,6	-12,1	-8	-16
Балтика	3.504	-6,8	8,3	71,3	96	126
Башнефть	2.027	14,0	82,0	130,0	140	
ЦентрТелеком	647	4,0	12,0	41,0	35	
ЧТПЗ	491	-1,0	92,6	258,6	247	251
Дальсвязь	232	15,0	51,0	95,0	85	
Газпром	124.996	37,4	81,7	92,2	106	300
Голден Телеком	1.150	6,1	2,4	19,8	3	7
Иркут	633	8,0	23,0	25,0	19	
Иркутскэнерго	1.811	50,0	83,3	94,2	89	265
Калина	329	1,0	18,0	98,0	67	
Ленэнерго	452	-41,1	-9,5	-33,9	-4	-1
ЛУКОЙЛ	51.289	23,5	60,3	99,3	88	170
Мечел	4.843	20,0	35,0	65,0		
Мегионнефтегаз	3.797	13,6	34,9	87,5	85	165
МГТС	1.317	4,4	21,7	40,0	41	53
Мосэнерго	3.392	52,4	63,1	-13,2	-33	86
МТС	16.026	7,4	18,5	16,0	7	92
Норильский Никель	17.540	12,6	35,5	51,7	26	64
Северо-Западный Телеком	805	6,0	25,2	49,3	43	75
НЛМК	8.301	18,0	33,0	44,0	24	
Новосибирскэнерго	386	21,0	46,0	62,0	76	
НТМК	2.162	15,0	38,0	70,0	90	
ОМЗ	198	30,3	44,7	68,7	29	-40
Пятерочка	3.126	24,0	57,0			
Ростелеком	1.873	12,9	24,7	40,7	11	46
Самараэнерго	441	6,2	2,1	-4,8	4	74
Сбербанк	18.278	7,4	43,7	100,2	126	254
Седьмой Континент	1.558	41,0	63,0	141,0		
Северсталь	5.397	17,1	32,1	50,9	17	117
Сибирьтелеком	841	11,4	27,5	26,4	29	132
Сибнефть	16.595	2,9	1,7	20,0	4	16
АФК «Система»	12.545	23,0	55,0	53,0		
ЮТК	329	17,3	24,4	51,2	44	23
Сургутнефтегаз	39.513	15,6	45,7	48,0	48	123
Татнефть	7.843	48,6	91,7	157,8	118	211
Транснефть привилегированные	10.823	17,0	80,0	95,0	85	
РАО ЕЭС	16.622	25,4	44,3	51,4	36	35
Уралсвязьинформ	1.292	8,1	18,0	10,2	4	45
Вымпелком	9.046	6,6	26,2	21,9	15	99
ВолгаТелеком	984	4,5	25,8	29,3	25	97
ВСМПО	2.106	14,8	44,6	71,7	100	
Выксунский метзавод	932	10,0	25,0	148,0	125	
Вимм-Билль-Данн	858	10,4	18,8	30,3	28	-5
Юкос	3.538	95,8	103,5	80,0	-75	-92
ЗСМК	1.757	4,0	-3,0	48,0	27	

Источник: Отдел исследований Альфа-Банка; \* исходя из цен закрытия за 3 октября 2005 г.

**Илл. 16. Динамика фондовых индексов развивающихся рынков \***

	Сентябрь	За 3 месяца	С начала года	За 12 месяцев	За 24 месяца
	%	%	%	%	%
<b>PTC</b>	<b>16,8</b>	<b>45,0</b>	<b>70,2</b>	<b>58</b>	<b>76</b>
<b>ММВБ</b>					
<b>Russia MSCI</b>	<b>19,2</b>	<b>49,3</b>	<b>67,3</b>	<b>50</b>	<b>75</b>
Аргентина	14,0	51,7	89,3	102	197
Бразилия	18,9	36,6	49,1	74	142
Чили	9,8	19,5	28,6	43	79
Мексика	9,7	21,1	31,7	57	112
Венесуэла	-8,9	-17,1	-32,8	-37	-30
<b>Латинская Америка</b>	<b>14,5</b>	<b>29,8</b>	<b>41,4</b>	<b>64</b>	<b>125</b>
Чехия	4,9	32,1	44,0	101	178
Венгрия	-0,9	20,2	35,3	78	171
Израиль	3,2	12,8	10,2	28	37
Польша	7,5	24,7	21,9	58	108
Russia MSCI	19,2	49,3	67,3	50	75
ЮАО	4,4	25,5	12,1	38	82
Турция	78,0	25,3	34,1	72	140
<b>ЕМЕА</b>	<b>7,3</b>	<b>27,1</b>	<b>26,7</b>	<b>50</b>	<b>91</b>
КНР	3,3	12,6	16,4	19	51
Индия	10,2	16,9	27,7	53	89
Индонезия	7,1	-6,4	3,3	20	60
Южная Корея	10,7	23,5	36,1	49	80
Малайзия	1,6	4,1	1,6	6	22
Пакистан	7,7	11,6	40,8	58	56
Тайвань	0,1	-6,0	-5,0	3	2
Таиланд	-1,2	7,9	1,8	10	42
<b>Азия</b>	<b>9,9</b>	<b>17,9</b>	<b>19,6</b>	<b>22</b>	<b>28</b>
<b>Развивающиеся рынки в целом</b>	<b>7,2</b>	<b>16,9</b>	<b>22,0</b>	<b>38</b>	<b>69</b>
<b>Мировой рынок</b>	<b>1,2</b>	<b>6,4</b>	<b>4,4</b>	<b>15</b>	<b>29</b>
<b>Dow Jones Industrials</b>	<b>0,7</b>	<b>2,2</b>	<b>-2,3</b>	<b>3</b>	<b>10</b>
<b>NASDAQ Comp</b>	<b>0,5</b>	<b>4,9</b>	<b>-0,8</b>	<b>11</b>	<b>15</b>
<b>Евросоюз</b>	<b>-0,3</b>	<b>7,2</b>	<b>4,1</b>	<b>19</b>	<b>42</b>
<b>Nikkei</b>	<b>9,9</b>	<b>17,9</b>	<b>19,6</b>	<b>22</b>	<b>28</b>

Источник: Отдел исследований Альфа-Банка; \* исходя из цен закрытия за 3 октября 2005 г.; + все индексы на основе MSCI \$, кроме PTC, Dow и NASDAQ

## Типовой портфель: доходность с начала года

**Отбор бумаг для типового портфеля производился с использованием методологии DCF**

**В составе портфеля были выделены «голубые фишки» и конкретные инвестиционные направления («темы»)**

Применяемая нами методология основана на расчете величины DCF, позволяющем получить текущую справедливую стоимость каждой бумаги. Акции в состав типового портфеля отбирались в основном на базе потенциала роста их котировок от уровня цен, зафиксированного на 31 декабря 2004 г, до рассчитанной таким образом справедливой стоимости (в рамках первоначальной переоценки портфеля), и затем от уровня цен на 1 мая (когда мы последний раз проводили промежуточный пересмотр состава портфеля) до справедливой стоимости.

Для учета таких моментов, как портфельный риск и рыночная ликвидность, мы разбили типовой портфель на следующие категории:

- «Голубые фишки» с суммарным весом 55% от общего объема портфеля, в рамках которой каждая акция имеет одинаковый вес, и



- три инвестиционные направления («темы»), охватывающие акции второго эшелона и основанные на ожидаемых трендах развития фондового рынка до конца 2005 года включительно. Совокупный вес каждой из этих «тем» составляет 15% объема портфеля, а в рамках каждой такой «темы» акции представлены равными весовыми долями

**Электроэнергетика не представлена**

Примечание: мы исключили из типового портфеля акции компаний электроэнергетики, поскольку наша позиция консультанта РАО ЕЭС не позволяет нам публиковать аналитику и давать рекомендации по компаниям этой отрасли.

**Последняя переоценка портфеля была произведена в мае**

Таблица, приведенная ниже, содержит расчет доходности с 1 мая по цену закрытия на 3 октября. В нашем майском анализе доходности (опубликованном в майском обзоре по рынку акций) мы оценили доходность портфеля с начала года до соответствующей даты на уровне +12,5%. Для сравнения, рост индекса РТС составил 9,2%, MSCI Russia - 5,9%.

**Некоторые изменения, произведенные в этот момент**

Единственным изменением в составе портфеля в этот момент стало изъятие из него акций Норильского никеля (ввиду неблагоприятного прогноза цен металлов) и Golden Телеком. Вместо них мы включили в портфель акции АФК Система (по группе «голубых фишек») и ВСМПО (по группе бумаг 2-го эшелона компаний металлургической и обрабатывающей промышленности).

**Итоговые показатели доходности**

**Типовой портфель**

С начала года до 1 мая	+12,5%
С 1 мая по 3 октября	+61,6%
<b>С начала года</b>	<b>+81,8%</b>

**Справочные индексы**

РТС с начала года	+70,2%
MSCI Russia с начала года	+67,3%

**Илл. 17. Динамика доходности типового портфеля с мая по октябрь 2005 г.**

	С 1 мая	Текущая цена*	Рыночная капитализация *	Доходность	Вес	Влияние на доходность портфеля
	Цена \$ за акцию	Цена \$ за акцию	млн \$	%	%	%
<b>Голубые фишки</b>						
Газпром внутренние	2,84	5,28	124.996	85,9%	7,86%	6,75%
ЛУКОЙЛ	34,05	60,30	51.289	77,1%	7,86%	6,06%
МТС	33,60	40,20	16.026	19,6%	7,86%	1,54%
Сбербанк	653,00	962,00	18.278	47,3%	7,86%	3,72%
Северсталь	8,20	9,78	5.397	19,3%	7,86%	1,51%
АФК «Система»	15,50	26,00	12.545	67,7%	7,86%	5,32%
Вымпелком	32,72	44,10	9.046	34,8%	7,86%	2,73%
<b>Голубые фишки всего</b>					<b>55,00%</b>	<b>27,64%</b>
<b>Нефтяные акции «второго эшелона»</b>						
Мегионнефтегаз	26,00	37,50	3.797	44,2%	3,75%	1,66%
Оренбургнефть	36,00	52,00	3.369	44,4%	3,75%	1,67%
Уфимский НПЗ	0,35	1,67	1.021	377,1%	3,75%	14,14%
Уфанефтехим	0,77	2,76	904	258,4%	3,75%	9,69%
<b>Нефтяные акции «второго эшелона» всего</b>					<b>15,00%</b>	<b>27,16%</b>
<b>Региональные компании связи</b>						
Северо-Западный Телеком	0,61	0,78	805	27,9%	3,75%	1,05%
Сибирьтелеком	0,05	0,07	841	40,0%	3,75%	1,50%
Уралсвязьинформ	0,04	0,04	1.292	0,0%	3,75%	0,00%
Волга Телеком	3,33	4,00	984	20,1%	3,75%	0,75%
<b>Региональные компании связи всего</b>					<b>15,00%</b>	<b>3,30%</b>
<b>«Второй эшелон»: металлургия, обрабатывающая промышленность</b>						
Celtic Resources	7,90	3,35		-57,6%	2,14%	-1,23%
Иркут	0,63	0,72	633	14,3%	2,14%	0,31%
Мечел	26,82	34,90	4.843	30,1%	2,14%	0,65%
НЛМК	1,27	1,39	8.301	9,4%	2,14%	0,20%
НТМК	1,14	1,65	2.162	44,7%	2,14%	0,96%
Выксунский метзавод	322,50	495,00	932	53,5%	2,14%	1,15%
ВСМПО	105,25	176,00	2.106	67,2%	2,14%	1,44%
<b>Металлургия, обрабатывающая промышленность всего</b>					<b>15,00%</b>	<b>3,47%</b>
<b>Итого портфель</b>					<b>100,00%</b>	<b>61,56%</b>
<b>PTC</b>	<b>669,4</b>	<b>1,038,8</b>		<b>55,2%</b>		<b>55,19%</b>
<b>ММВБ</b>	<b>597,5</b>	<b>932,9</b>		<b>56,1%</b>		<b>56,14%</b>
<b>MSCI Russia</b>	<b>508,0</b>	<b>806,9</b>		<b>58,8%</b>		<b>58,84%</b>

Источник: Отдел исследований Альфа-Банка; \* исходя из цен закрытия за 3 октября 2005 г.



**Негативное влияние  
затянувшейся  
приватизации  
Связьинвеста**

**Акции компаний  
мобильной связи  
показали слабый рост,  
что было вызвано  
рядом причин**

**Одна из бумаг в  
составе портфеля,  
перспективы роста  
которой связаны с  
наступлением  
конкретного события**

### Акции, показавшие динамику ниже рынка

Динамика приведенных ниже акций оказалась за период с начала года ниже рыночной средней (полный анализ дан в таблице Илл. 21).

**Уралсвязьинформ (+10,2% с начала года).** Котировки региональных телекомов, как инвестиционного направления в целом, росли медленнее среднерыночных показателей вследствие затяжного характера приватизации Связьинвеста и неопределенности, которую эти задержки вызвали в отношении соответствующих компаний. Судя по информации, имеющийся на данный момент, сейчас оформление этой сделки уже не за горами (ее завершение ожидается в течение первой половины 2006 г.). В связи с этим мы сохраняем это направление в нашем типовом портфеле по крайней мере до конца года. Методология DCF дает потенциал роста для этих акций на уровне 24%.

**МТС (+19,8%)** Несмотря на дальнейший рост абонентской базы, котировки акций обоих мобильных телекомов в этом году пострадали в результате нерешенности ряда корпоративных вопросов, а также вследствие того, что они, не имея активных размещений на национальных торговых площадках, не сумели воспользоваться растущей ликвидностью российского рынка. Соответственно, их динамика оказалась сдержанной ввиду умеренных темпов роста NASDAQ и акций технологических компаний на других международных биржах. МТС наконец решила проблему «навеса акций», и показатели ликвидности ее акций на внутреннем рынке теперь гораздо выше. MSCI уже объявила о вероятном изменении доли МТС в структуре ее индекса в ходе его очередного пересмотра (конец ноября), и, учитывая сохраняющиеся высокие темпы роста абонентской базы, мы ожидаем, что инвесторы могут предпочесть вложить средства в эти относительно более надежные «мобильные» бумаги. Потенциал роста до справедливой стоимости - 26%.

**Вымпелком (+21,9%)** Аналогичные проблемы, что и у МТС, с той разницей, что ее «корпоративные проблемы» касались разногласий по поводу будущей стратегии компании между двумя основными акционерами компании. Хотя Вымпелком не имеет того уровня ликвидности на национальном фондовом рынке, который уже обеспечила МТС, мы считаем акции этой компании привлекательными для портфельных инвесторов, ориентирующихся на качественные активы. Потенциал роста - 26%.

**Иркут (+25,0%)** Акции этой компании были включены в портфель в качестве бумаг, условием дальнейшей положительной динамики которых является наступление конкретного ожидаемого события. В данном случае таким событием было завершение сделки о продаже 10% ее акций компании EADS и формальное начало консолидации российской авиационной промышленности, в которой Иркуту отводится центральная роль. Сейчас этот процесс начинается, и мы ожидаем, что в предстоящие 6 месяцев акции компании покажут высокую динамику. Потенциал роста до справедливой стоимости - 30%.

**Сибирь Телеком (+26,4%)** Те же проблемы, что и у Уралсвязьинформа. В настоящее время акции торгуются с 2% премией к справедливой стоимости, в связи с чем они были изъяты из стратегического портфеля (об изменениях портфеля см. ниже).

**Волга Телеком (+29,3%)** На динамике бумаг этой компании сказались те же проблемы, которые повлияли на большинство акций региональных телекомов. Потенциал роста этих акций, входящих в состав индекса MSCI Russia, до справедливой стоимости равен 8%.





**Факторы: общая конъюнктура рынка металлов и неопределенность с IPO**

**Акции компании показали хороший старт в начале года, но в середине года рост замедлился в связи с нерешенностью вопросов корпоративной стратегии**

**Могут стать в 2006 году одной из самых «горячих» бумаг**

**«Паршивая овца» в нашем стаде**

**Мы предпочли акции Выксунского завода ввиду их более высокой ликвидности. Акции наиболее низкого качества среди основных нефтяных компаний**

**НЛМК (+44,0%)** На динамику этих бумаг повлияла неясность ситуации с мировыми ценами на металлы, а также неопределенность в вопросе о времени проведения планируемого IPO компании. Согласно последним данным, теперь его следует ожидать в среднесрочной перспективе (разумеется, при условии ослабления нынешней волатильности рынка), в результате чего оценка акций Новолипецкого комбината должна приблизиться к их справедливой стоимости (то есть повыситься на 28%).

**Северо-Западный Телеком (+49,3%)** Это еще один из региональных телекомов, продемонстрировавших относительно слабую динамику ввиду задержек с приватизацией Связьинвеста. Сейчас эти бумаги торгуются с 9% премией к справедливой стоимости (обратите внимание, что недавно мы скорректировали прогноз по прибыли и факторы риска по акциям всех региональных телекомов), и в связи с этим не вошли в типовой портфель.

**Северсталь (+51,2%)** В первые несколько месяцев этого года акции компании показали очень хороший рост, но летом динамика их котировок ослабла несмотря на благоприятную общерыночную конъюнктуру. Это было связано с опасениями по поводу общих ценовых тенденций на рынке металла, а также нерешенностью вопросов, связанных со стратегией приобретения активов и развития компании. Сейчас эти опасения начинают рассеиваться, и динамика акций Северстали начала улучшаться. Данные бумаги включены в состав нашего портфеля вместо бумаг Норильского Никеля. Потенциал роста до справедливой стоимости – 14%.

**АФК Система (+53,0%)** Динамика была умеренной вследствие проблем с МТС, однако в последнее время бумаги компании очень быстро дорожали (в сентябре, например, они сильно опережали рынок) по мере того, как инвесторы начали видеть в этой компании нечто большее, чем просто «обертку» МТС и понимать, что с расширением спектра ее операций возможности роста ее акций значительно возрастают. Потенциал роста до справедливой стоимости – 18%. Акции АФК Система – один из вероятных кандидатов на включение в нашу группу наиболее рекомендуемых бумаг в 2006 г.

**Celtic Resources (-57%)** В каждом портфеле должно быть по крайней мере одно фиаско – нашим фиаско стала данная компания. Недавнее сообщение о том, что Alrosa отказалась от заключения сделки по продаже золотодобывающих активов Celtic и ее партнеру/миноритарному акционеру Barrick Gold и продала их ЗАО «Полюс» («дочка» Норникеля), вызвало обвал котировок Celtic. Потеря этой сделки радикально меняет инвестиционные перспективы для компании, а также вновь иллюстрирует опасность конкуренции против государства и дружественных к нему компаний в «стратегических» отраслях.

### **Бумаги, которые мы «проглядели»**

Таблица, приводимая ниже в Илл. 21, содержит полный перечень анализируемых нами бумаг, расположенных в порядке показателей их роста с начала года.

**ЧТЗ (+258%)** Рассматривая перспективное инвестиционное направление трубного производства, мы предпочли акции Выксунского завода, как более ликвидные.

**Татнефть (+158%)** Бумага наиболее низкого качества среди основных нефтяных компаний. Это связано с географией активов компании, наличием политических рисков (вследствие участия республиканского правительства в капитале), а также низким качеством добываемой нефти. Несмотря на все эти обстоятельства, цена акций Татнефти показала очень высокий рост, что было, вероятно, связано с формированием



**Введены в состав портфеля в качестве представителей новой инвестиционной “темы”**

**«Тема» нефтяных компаний 2-го эшелона представлена акциями других компаний**

**Аргумент о высоких дивидендных выплатах представляется не вполне убедительным**

**Рост имеет слишком спекулятивный характер**

пакета участия ранее неизвестным инвестиционным фондом. Активы дешевы, но низкого качества, и риски велики.

**Седьмой континент (+141%)** Во время майского пересмотра портфеля показатели компании оказались ниже наших прогнозов. Сейчас, однако, мы включили ее бумаги в свой портфель, открыв новое инвестиционное направление «потребительский сектор». Несмотря на высокие в целом показатели текущей оценки, рост бумаг данного сектора будет, по видимому, устойчиво оправдывать корректировки доходности.

**Башнефть (+130%)** Мы анализировали «тему» нефтяных компаний «второго эшелона» на примере других бумаг.

**Калина (+98%)** Была исключена из портфеля по тем же причинам, что и Седьмой континент.

**Транснефть (префы) (+95%)** Следует признать, что динамика данных акций совершенно непредсказуема. Это чисто дивидендное вложение, поскольку любая иная логика просто неприменима - например, оценка “стоимости” нефти, находящейся в трубопроводах, не имеет смысла. Единственный смысл держания данных бумаг – ожидание высоких дивидендных выплат. Их размер будет определяться правительством, и деньги ему не нужны. С другой стороны, Транснефти предстоит осуществить масштабную программу капиталовложений, и крупнейшему акционеру компании просто нет смысла заставлять ее выплачивать крупные дивиденды, а затем прибегать к массивным заимствованиям.

**ЮКОС (+80%)** Этот показатель был обусловлен недавним спекулятивным повышением цен. Оно не продлится долго (как и жизнь самой компании в том виде, который гарантировал бы даже ее нынешнюю ценность для миноритариев).



**Наиболее динамичное направление на рынке в текущем году**

## Нефтяные компании второго эшелона

Ряд акций данной категории показал гораздо более высокую динамику по сравнению с бумагами, включенными в наш портфель. Однако почти все они имеют даже более низкие показатели ликвидности обращающихся акций, чем выбранные нами акции, в связи с чем вложение в них было связано с более высоким риском. Данное направление продолжает оставаться перспективным, и в условиях высоких внутренних цен на нефтепродукты, положительных последствий отказа от практики трансфертного ценообразования для прибыльности компаний и дальнейшей консолидации отрасли, мы все еще усматриваем для него существенный потенциал роста до конца года.

## Изменения в нашем типовом портфеле

По изложенным выше причинам из нашего типового портфеля изъяты акции следующих компаний:

- Celtic Resources
- Северо-Западный Телеком
- Сибирь-Телеком

При этом в типовой портфель включены акции следующих компаний:

### Седьмой континент

Эти бумаги включены в портфель в связи с открытием нашего нового инвестиционного темы – «потребительский сектор» а также с учетом того, что капитализация компании выросла и бумаги обеспечивают инвесторам более высокую ликвидность.

### Сеть аптек 36,6

Также часть нашего «потребительского» направления.

### МГТС

Эти акции добавлены в инвестиционное направление «Региональные телекомы» в связи с возможностями, возникающими в ходе реструктуризации участия АФК Система в компаниях сектора связи. Нам представляется, что у МГТС особенно хорошие возможности получить выигрыш в сложившейся ситуации. Потенциал роста до справедливой стоимости - 20%.

### Магнитогорский меткомбинат

Выбран вместо компании Celtic в качестве представителя инвестиционного направления «металлургия и горнодобывающая отрасль».

### Промстройбанк/Банк Москвы

Региональные банки станут, по видимому, одним из самых популярных направлений инвестирования в предстоящие 12 месяцев.

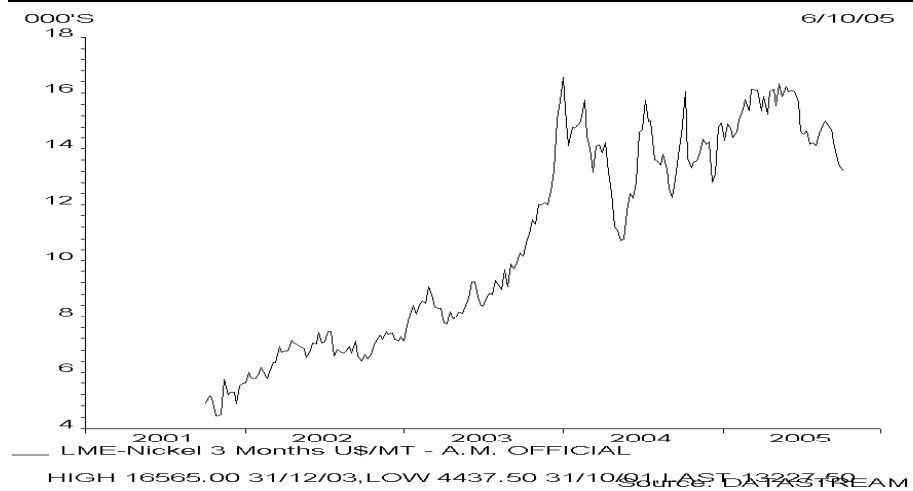
## Норильский никель исключен из портфеля

**Котировки акций Норникеля по-прежнему слишком тесно связаны с вялой динамикой цен на никель**

Причины исключения Норильского никеля из нашего типового портфеля хорошо иллюстрируются приводимым ниже графиком. Исторически динамика акций Норникеля тесно увязывалась с ценой никеля, на продажи которого приходится основная часть выручки компании. Наблюдая весной текущего года понижательные ценовые тенденции на этом рынке, мы



исключили акции Норникеля из нашего типового портфеля во время майского пересмотра его структуры и, по-видимому, не будем включать их до тех пор, пока этот ценовой тренд не сменится повышательным.

**Илл. 18. Динамика цен на никель**

## Газпром: наша главная рекомендация на 2005 год

*Первая половина года была неудачной, но в последние недели котировки догнали и перегнали среднерыночные показатели*

Российские акции Газпрома – наша главная инвестиционная рекомендация на 2005 год – оказались с начала года в числе наиболее быстро растущих российских бумаг в связи с надеждами на отмену двойного рынка его акций. Низкие относительные показатели оценки «на базе активов» и огромный потенциал роста (как по объемам, так и по прибыли), связанный с ролью Газпрома как одного из ведущих энергетических холдингов государства, позиции которого чрезвычайно упрочились благодаря диверсификации его операций в нефтяную отрасль, дает весьма ясную перспективу дальнейшего значительного превышения среднерыночных показателей в средне- и долгосрочном горизонте. Во многих отношениях акции Газпрома ассоциируются с Россией, играя роль «символических» бумаг; трудно представить себе сценарий развития событий, обеспечивающий позитивную динамику российских корпоративных акций, при котором Газпром также не получил бы крупный выигрыш.



**Илл. 19. Динамика внутренних акций Газпрома за последние 24 месяца**



**Двойной рынок акций Газпрома скоро будет отменен**

➤ Ограничения на приобретение этих акций нерезидентами будут сняты до конца года. Это было вновь подтверждено на этой неделе Президентом Путиным на пресс-конференции в Лондоне. Это должно привести к повышению веса его акций в составе индекса MSCI в ходе его пересмотра в конце мая 2006 г., и они могут легко получить самую высокую долю в глобальном индексе MSCI по развивающимся рынкам.

**С приобретением Сибнефти добавился недостающий «нефтяной элемент»**

➤ С приобретением Сибнефти Газпром получает возможность участвовать в ожидаемом расширении добычи нефти в России и достичь своей заветной цели – превращения в полностью диверсифицированную энергетическую компанию.

**Компания вступает в этап наращивания объемов добычи**

➤ Недавнее заключение сделки с Германией о строительстве первой очереди Балтийского газопровода говорит о том, что сейчас компания выходит из длительного периода, характеризовавшегося низкими темпами роста добычи и экспорта продукции, и вступает в новый этап развития, который может быть связан с очень масштабным расширением операций.

**Партнерские схемы позволят ограничить операционный риск по новым проектам**

➤ Общий принцип, лежащий в основе новых газовых проектов (Балтийский газопровод, разработка Штокмановского месторождения), предусматривает сохранение контроля над проектами в объеме 51%+ в руках государства, представляемого Газпромом, с привлечением партнеров, отвечающих существующим требованиям в части технических знаний, необходимого опыта управления проектами и участия в капитальных затратах. Это сокращает риск некомпетентности или превышения нормальных уровней задолженности. Тот же принцип будет, вероятно, применяться и в нефтяных проектах.



### Наращивание участия в зарубежных проектах

- Ожидается, что Газпром будет осуществлять “бартер” своих участков в крупнейших энергетических проектах в России, в которых он обладает или будет обладать контрольными пакетами, на участках в энергетических проектах за рубежом.

### Колоссальные запасы

- По запасам углеводородного сырья (в нефтяном эквиваленте) Газпром занимает третье место в мире после Судовской Аравии и Ирана, опережая Ирак и Кувейт. Объем ежедневной добычи Газпрома (включая Сибнефть) составляет сегодня 10,3 млн баррелей нефтяного эквивалента. Средний объем добычи Судовской Аравии составлял в августе 9,6 млн баррелей/в день.

### В долгосрочной перспективе акции компании могут стать «проблемными»...

- В конечном счете Газпром будет восприниматься в качестве «флагмана национальной промышленности», напрямую контролируемого Кремлем. Это обычно не очень приятная перспектива для миноритарных инвесторов. Однако в ходе «этапа реструктуризации», когда Газпром будет расширять отраслевой и географический спектр своих операций, миноритарные инвесторы смогут получить значительный выигрш благодаря формированию новой платформы оценки компании.

### ... но пока они имеют крупные резервы дальнейшего роста

- В этот промежуточный период потенциал роста стоимости компании будет весьма значительным. В настоящее время Газпром оценивается в \$14/бнэ по показателю «стоимость предприятия» и примерно в \$1,25/бнэ по запасам. Аналогичные показатели у ЛУКойла составляют \$33/бнэ и \$2,8/бнэ, соответственно. Сравнительные данные по ведущим международным энергетическим компаниям составляют \$130/бнэ и \$10,0/бнэ, или почти в десять раз выше.

### Иск Sibur все еще не урегулирован

- Единственная «ложка дегтя в бочке меда» - это неурегулированный иск компании Sibur Energy против Сибнефти по поводу прав на Югорское нефтяное месторождение (на котором Сибнефть добывает примерно 50.000 баррелей в день). Газпром явно считает, что данный иск незначителен, или что он представляет угрозу для Millhouse, либо на покрытие связанных с этим компенсационных выплат создан соответствующий резерв.

**Илл. 20. Оценка стоимости активов Газпрома**

Компания	Рын. стоимость	Ст-ть компании	Запасы	Добыча	EV/Запасы	EV/Добыча
	млрд \$	млрд \$	млн бнэ	млн бнэ/сутки	\$ за бнэ	\$ за бнэ
Газпром	124	133**	110,0	9,4	1,2	14,1
Газпром/Сибнефть*	124	133**	116,0	10,3	1,1	12,9
ЛУКойл	48	52	21,0	1,7	2,5	30,6
Сургутнефтегаз	38	30	9,0	1,3	3,3	22,8
Сибнефть*	18	18	6,0	0,9	2,9	19,6
Татнефть	7	7	6,2	0,5	1,2	14,8
Среднероссийский показатель***					2,7	25,5
Среднемировой показатель					10,0	130,0
Дисконт у Газпрома относительно среднероссийского показателя					57,4%	49,4%
Дисконт у Газпрома относительно среднемирового показателя					88,5%	90,1%

Источник: Отдел исследований Альфа-Банка; Примечание: \* данные по Сибнефти с учетом 50%-ной доли в запасах и добыче Славнефти. \*\* Стоимость Газпрома с учетом кредита на \$12 млрд, привлеченного недавно для финансирования сделки по приобретению Сибнефти, а также платежа на сумму \$7 млрд, полученного от государства за пакет акций компании. \*\*\* без учета Газпрома





Илл. 21. Доходность акций с начала года \*\*

Компания	Рыночная капитализация	С начала года
	млн \$	%
ЧТПЗ	491	258,6
Татнефть	7.843	157,8
<b>Выксунский метзавод</b>	<b>932</b>	<b>148,0</b>
Седьмой континент	1.558	141,0
Башнефть	2.027	130,0
<b>Сбербанк</b>	<b>18.278</b>	<b>100,2</b>
<b>ЛУКОЙЛ</b>	<b>51.289</b>	<b>99,3</b>
Калина	329	98,0
Дальсвязь	232	95,0
Транснефть привилегированные акции	10.823	95,0
Иркутскэнерго	1.811	94,2
<b>Газпром</b>	<b>124.996</b>	<b>92,2</b>
<b>Мегионнефтегаз</b>	<b>3.797</b>	<b>87,5</b>
ЮКОС	3.538	80,0
<b>ВСМПО</b>	<b>2.106</b>	<b>71,7</b>
Балтика	3.504	71,3
<b>РТС</b>		<b>70,2</b>
<b>НТМК</b>	<b>2.162</b>	<b>70,0</b>
ОМЗ	198	68,7
<b>Мечел</b>	<b>4.843</b>	<b>65,0</b>
Новосибирскэнерго	386	62,0
<b>АФК «Система»</b>	<b>12.545</b>	<b>53,0</b>
Норильский никель	17.540	51,7
РАО ЕЭС	16.622	51,4
ЮТК	329	51,2
<b>Северсталь</b>	<b>5.397</b>	<b>50,9</b>
<b>Северо-Западный Телеком</b>	<b>805</b>	<b>49,3</b>
Сургутнефтегаз	39.513	48,0
ЗСМК	1.757	48,0
<b>НЛМК</b>	<b>8.301</b>	<b>44,0</b>
Аптечная сеть 36,6	208	44,0
ЦентрТелеком	647	41,0
Ростелеком	1.873	40,7
МГТС	1.317	40,0
Пяте	3.126	38,2
Вимм-Билль-Данн	858	30,3
<b>ВолгаТелеком</b>	<b>984</b>	<b>29,3</b>
<b>СибирьТелеком</b>	<b>841</b>	<b>26,4</b>
<b>Иркут</b>	<b>633</b>	<b>25,0</b>
<b>Вымпелком</b>	<b>9.046</b>	<b>21,9</b>
Сибнефть	16.595	20,0
Голден Телеком	1.150	19,8
<b>МТС</b>	<b>16.026</b>	<b>16,0</b>
Аэрофлот	1.755	15,0
<b>Уралсвязьинформ</b>	<b>1.292</b>	<b>10,2</b>
Самараэнерго	441	-4,8
АвтоВАЗ	664	-12,1
Мосэнерго	3.392	-13,2
Ленэнерго	452	-33,9

Источник: РТС, Отдел исследований Альфа-Банка; \*\* по ценам закрытия за 3 октября 2005 г.

## Акции «второго эшелона»

Хотя акции компаний с малыми и средними уровнями рыночной капитализации, именуемые обычно «акциями второго эшелона», часто выпадают из поля зрения крупных инвесторов, в ходе недавнего биржевого подъема они были весьма динамичным сегментом российского фондового рынка. Индекс РТС-2, в состав которого входит 60 акций, выбираемых биржевым комитетом на основе показателей их ликвидности и капитализации их эмитентов, повысился в последний период роста котировок (с 18



мая по 4 октября включительно) на 46,4%. Для сравнения, индекс РТС вырос за тот же период на 63,9% (см. Илл. 1).

**Илл. 22. Динамика индекса РТС с момента начала ралли**

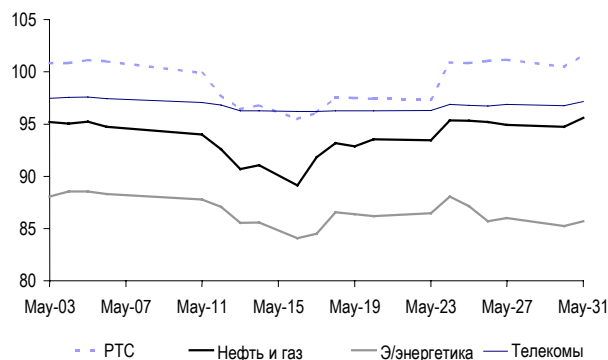
Дата	Индекс РТС-2	Изменение, %	Индекс РТС	Изменение, %
18 мая	855,71	-	637,7	-
1 июня	895,19	4,6	674,2	5,7
1 июля	916,68	2,4	706,4	4,8
1 августа	980,95	7,0	778,9	10,3
1 сентября	1.078,37	9,9	882,0	13,2
4 октября	1.252,74	16,2	1.045,0	18,5
С 18 мая по 4 октября	-	46,4	-	63,9

Источник: РТС

Один из вопросов, который наиболее часто задается по поводу бумаг «второго эшелона» - это вопрос о характере их динамики, а именно: движется ли «второй эшелон» в целом вслед за движением «голубых фишек», или же рост этих акций определяется отраслевыми факторами? Анализ результатов торгов, проводившихся в ходе последнего ралли, показывает, что: 1) «второй эшелон» в целом обычно растет вслед за «голубыми фишками», и 2) этот рост определяется в основном отраслевыми факторами: в одних сегментах рост наблюдается, в других - нет. Соответственно, важнейшей задачей для инвесторов было определить отрасль (или подотрасль), имеющую наибольшие шансы войти в фазу «разогрева» и превысить среднерыночные показатели, а также «не связываться» с отраслями, которые скорее всего останутся стагнирующими.

Эта тенденция находит отражение в ежемесячных результатах торгов, и в каждом случае существовал конкретный фактор, вызывавший повышенный интерес к тому или иному сектору. Так, в мае телекомы росли быстрее всех остальных секторов, что было связано с энтузиазмом по поводу давно ожидавшейся приватизации Связьинвеста (см. Илл. 2). Когда стало ясно, что эти ожидания преждевременны, данный сектор вернулся к динамике ниже рынка, которая была характерна для него в предыдущие месяцы.

**Илл. 23. Отраслевая доходность с начала месяца**

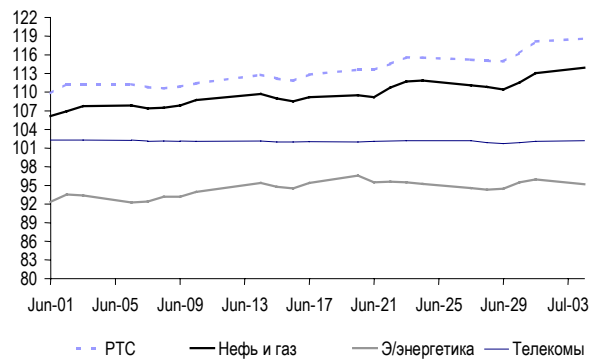


Источник: оценка Альфа-Банка

Напротив, акции нефтегазового сектора показали в мае слабую активность, однако позднее были в авангарде роста в течение три месяцев подряд в результате «бычьего» тренда цен на нефть и газ. Илл. 3-5 показывают четкую корреляцию динамики этих акций с индексом РТС.

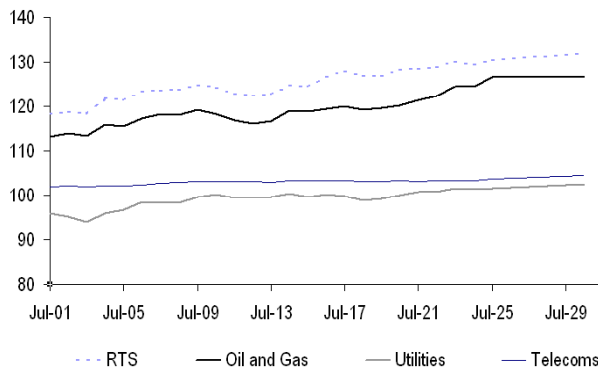


**Илл. 24. Отраслевая доходность с начала месяца**



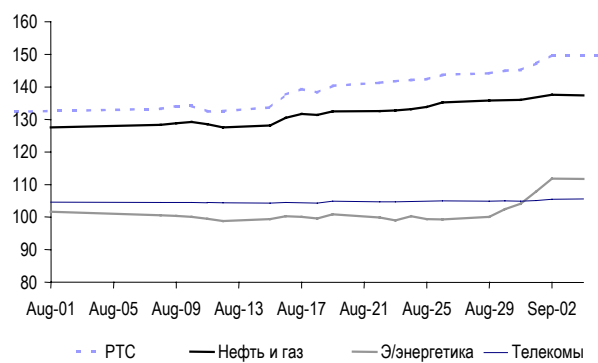
Источник: оценка Альфа-Банка

**Илл. 25. Отраслевая доходность с начала месяца**



Источник: оценка Альфа-Банка

**Илл. 26. Отраслевая доходность с начала месяца**



Источник: оценка Альфа-Банка

«Локомотивом роста» в нефтегазовой отрасли стали акции компаний нефтепереработки, особенно башкирских компаний (см. Илл. 6 и Илл. 7).

**Илл. 27. Динамика башкирских акций в июле, PTC**

Акция	Тикер в PTC	Доходность с начала июля, мес-к мес
Уфанефтехим привилегированные	UFNCP	60,3
Уфаоргсинтез привилегированные	UFOSP	57,1
Уфанефтехим	UFNC	56,6
Уфаоргсинтез	UFOS	35,2

Источник: PTC

**Илл. 28. Доходность акций нефтеперерабатывающей промышленности за август 2005 г.**

Акция	Тикер в РТС	Доходность, в %
Комсомольский НПЗ	knpr	163,2
Варьеганнефть привилегированные	vamp	129,2
Уфимский НПЗ привилегированные	unpzp	96,7
Новойл	nunz	80,0
Уфимский НПЗ	unpz	71,2
Башкирнефтепродукт привилегированные	banpp	58,6
Комсомольский НПЗ привилегированные	knprp	57,4
Пурнефтегаз привилегированные	PFGSP	54,1
Башкирнефтепродукт	banp	50,9
Сахалинморнефтегаз	SKGZ	50,9
Уфаоргсинтез привилегированные	UFOSP	50,0
Красноярскнефтепродукт	kmf	47,7
Новойл привилегированные	nunzp	46,3
Оренбургнефть	ORNB	40,7
Уфанефтехим привилегированные	UFNCP	36,0
Уфанефтехим	UFNC	34,9
Нижнекамскнефтехим	NKNC	32,9
Уфаоргсинтез	UFOS	31,9
Нижегороднефтеоргсинтез	ngns	31,8
Нижегороднефтеоргсинтез привилегированные	ngnsp	31,1
Казаньоргсинтез	KZOS	27,7

Источник: РТС

Компании электроэнергетики росли медленнее рынка в целом в течение первых трех четвертей повышательного тренда (причем такая динамика была характерна для них уже долгое время, с момента начала отраслевой реформы), но в начале сентября, с выводом первых генерирующих компаний на национальные биржи, они показали резкий рост (см. Илл. 5). В начале октября наибольшее оживление наметилось в секторе металлургии и горнодобывающей промышленности, который в течение года существенно не дотягивал до среднерыночных показателей, но в настоящее время демонстрирует догоняющий рост на фоне признаков оживления мировых цен на металлы. В сентябре акции Уфалейникеля были вторыми по показателям роста котировок (+94%) среди всех компаний, торгуемых в РТС, за ним следовали Южноуральский никелевый комбинат (+78,6%) и Среднеуральский металлургический завод (+43,6%). Эта тенденция оказалась наиболее явной в последнюю неделю месяца, когда акции производителя меди АО Уралэлектромед выросли на 34,6% (+41,9% месяц-к-месяцу), акции Тагмета – на 28,6%. Более ликвидные акции Нижнетагильского металлургического комбината (НТМК) выросли за тот же период на 11,1%.

На Илл. 8 представлен перечень компаний, показавших в сентябре наиболее высокие показатели роста в РТС. Таблицу возглавляют менее ликвидные акции, и она показывает нетипично высокий рост - порядка 30% - у неожиданно большого числа компаний (54).

**Илл. 29. Доходность акций за сентябрь 2005 г.**

Акция	Тикер в РТС	% изменение
Ярославнефтепродукт	slne	98,8
Уфалейникель	ufal	94,0
ЮКОС	YUKO	93,1
Ярославнефтепродукт привилегированные	slnep	91,2
Камчатскэнерго	KCHE	90,0
Ярославский шинный завод	yash	86,8
Норильскгазпром	nrgp	83,3
Дагэнерго	DGEN	83,0
Воткинская ГЭС	VOTG	81,6
ЮжУралНикель	unkl	78,6
Комсомольский НПЗ привилегированные	knprp	76,5
Камчатскэнерго привилегированные	kcchep	66,7
Конаковская ГРЭС	kogs	64,2
Костромская ГРЭС	KSGS	63,3
Химико-металлургический завод привилегированные	hmtzp	59,0
Печорская ГРЭС	PEGS	57,9
Дорогобуж	dgbz	56,7
Бурятзолото привилегированные	brzlp	53,9
Северский трубный завод	svtz	49,1
Омскшина	omsh	48,5
Мосэнерго	MSNG	46,3
Саяно-Шушенская ГЭС привилегированные	sshgp	45,8
Сахалинморнефтегаз привилегированные	SKGZP	44,9
Соломбальский ЦБК	ccbck	44,4
Башкирэнерго	BEGY	44,3
Иркутскэнерго	IRGZ	44,2
Ставропольнефтегаз привилегированные	STNGP	44,2
СУМЗ	sumz	43,6
Комсомольский НПЗ	knpr	42,9
Семилукский огнеупорный завод	smlu	42,9
Волжская ГЭС	VOLG	42,6
Разрез Ольжерасский	raol	42,3
Седьмой континент	SCON	42,1
Уралэлектромедь	uelm	41,9
Чепецкий механический завод привилегированные	cherp	39,5
Мегионнефтегаз привилегированные	MFGSP	38,3
Чебоксарский агрегатный завод	chaz	37,5
Банк «Возрождение»	VZRZ	37,5
Рязанский НПЗ	mpz	37,1
Метафракс	mefr	35,7
Ставропольнефтегаз	STNG	35,7
Воткинская ГЭС привилегированные	votgp	35,3
Новойл привилегированные	nunzp	33,3
Совинцентр	sovi	33,3
ОМЗ	OMZZ	32,7
Невиномысский азот	neaz	32,4
Саяно-Шушенская ГЭС	sshg	31,8
Башкирэнерго привилегированные	BEGYP	31,6
Новойл	nunz	31,1
СУАЛ	sual	30,8
Вологдаэнерго	vole	30,7
Зейская ГЭС привилегированные акции	ZYGSP	30,3
Промстройбанк С-Петербург	pcbs	30,2
Ставропольская ГРЭС	STGS	30,1

Источник: РТС



## АФК «Система»: участие в росте российского рынка через механизмы «private equity»

Андрей Богданов (7 095) 795-3612; Светлана Суханова (7 095) 795-3742

Илл. 30. АФК «Система»: Основные финансовые и стоимостные показатели по GAAP

	Выручка млн \$	ЕБИТДА млн \$	Чистая прибыль млн \$	EV/Выручка	EV/ЕБИТДА \$	P/E
2002	890	368	166	13,0	31,3	66,3
2003	3760	1627	387	3,1	7,1	28,4
2004	5711	2465	411	2,0	4,7	26,8
2005П	7501	3080	665	1,5	3,7	16,6
2006П	8700	3408	748	1,3	3,4	14,7

Диапазон изменения цены за последние 52 недели: \$14,95-\$27,20

Рыночная капитализация: \$11,006 млрд

Источники: отчеты компании, оценка Альфа-Банка

### Итоги оценки

Мы пересмотрели нашу оценку стоимости АФК Система, учитывая новые аспекты, возникающие в развитии ее отраслевых бизнесов после проведения IPO.

Прежде всего мы решили снять применявшийся нами ранее 15% «холдинговый» дисконт и рассчитывать справедливую стоимость компании как сумму стоимости ее различных предприятий. Это вовсе не значит, что мы меняем наше мнение и уже не считаем АФК Система холдинговой структурой. Это отражает признание значительных потенциальных резервов роста ряда предприятий Системы, которые не полностью учитываются в цене при оценке стоимости компании как суммы стоимостей составляющих ее предприятий. Другими словами, мы снимаем применявшийся нами ранее 15% «холдинговый» дисконт, чтобы компенсировать это искажение.

Оценка компании как суммы составляющих ее бизнесов и основные изменения в этой области представлены на Илл. 31 и 32.

**Мы сняли 15% «холдинговый» дисконт, чтобы учесть значительный потенциал роста ряда предприятий Системы**

**Илл. 31. АФК «Система»: Оценка стоимости**

	Стоимость	Ст-ть акц. капитала в расчете на 1 GDR	Число акций / % доля участия	Расчетная цена	Коэффициент	Расчетная стоимость	Соотношение	Комментарий
	млн \$	\$		\$		млн \$		
<b>Консолидированная стоимость бизнеса</b>	<b>13 542</b>							
Долг (без учета МТС и МГТС)	(530)							
<b>Стоимость акционерного капитала</b>	<b>13 012</b>	<b>27</b>						
<b>Телекомы</b>	<b>11 178</b>							
МТС	9 683		201 724 605	48				
Комстар ОТС	296		54%			549		Оценка KPMG стоимости Комстар ОТС до IPO
МГТС	955		35 444 165	19,8				Ст-ть увеличена на \$253 млн (46% акций Комстар ОТС)
МТТ	206		50%		2005П EV/EBITDA	412	4 2	Мы применили 15%-ный дисконт к текущему коэффициенту у Ростелекома (4,9)
Скайлинк	38		50%		Число абонентов на конец 2004 г.	190 000	\$400	\$400 на абонента означает, что у APRU у Скайлинка намного выше среднеотраслевого показателя
<b>Производство электроники</b>	<b>442</b>							
Телекоммуникационное оборудование и ПО	184		67%		2005П Выручка	183	1,5	
Разработка и производство интегральных схем	43		76%		2005П Выручка	41	1,0	
Электронные устройства и бытовая техника	78		100%		2005П Выручка	78	1,0	
Информационные технологии и системная интеграция	97		51%		2005П Выручка	380	0,5	
<b>Страховой бизнес</b>	<b>172</b>		49%					
<b>Финансы и ценные бумаги</b>	<b>185</b>		82%				Кэфф. Price/Book =2,5	
<b>Прочие виды деятельности</b>	<b>502</b>							
Недвижимость	239							Оценка произведена Cushman & Wakefield Healey & Baker
Розничная торговля	245							Мы применили коэфф. EV/Выручка на 2005П на уровне 2, как у Седьмого Континента и Пятерочки
Масс-медиа	18							
<b>Башкортостан</b>	<b>1 064</b>							Разница между справедливой стоимостью и уплаченной ценой

Примечание: с учетом средств, вырученных в ходе IPO

Источники: отчеты компаний, оценка Альфа-Банка





Илл. 32. Изменение стоимости отдельных сегментов бизнеса

Сегмент	Новая оценка стоимости, млн \$	Старая оценка стоимости, млн \$	Изменение, млн \$
<b>Телекомы</b>	<b>11 178</b>	<b>10 810</b>	<b>368</b>
МТС	9 683	9 683	0
Комстар – ОТС	296	240	56
МГТС	955	736	219
МТТ	206	128	78
Скайлинк	38	24	14
<b>Производство электроники</b>	<b>402</b>	<b>92</b>	<b>350</b>
Телекоммуникационное оборудование и ПО	184	43	141
Разработка и производство интегральных схем	43	21	22
Электронные устройства и бытовая техника	118	0	118
Информационные технологии и системная интеграция	97	28	69
<b>Страховой бизнес</b>	<b>172</b>	<b>160</b>	<b>12</b>
<b>Финансы и ценные бумаги</b>	<b>185</b>	<b>166</b>	<b>19</b>
<b>Прочие виды деятельности</b>	<b>502</b>	<b>317</b>	<b>185</b>
Недвижимость	239	239	0
Розничная торговля	245	79	166
Масс-медиа	18	0	18
<b>Нефтяная промышленность</b>	<b>1 064</b>	<b>379</b>	<b>685</b>
<b>Стоимость бизнеса всего</b>	<b>13 502</b>	<b>11 545</b>	<b>1 619</b>

Источник: Альфа-Банк

Наиболее существенные изменения были обусловлены следующими моментами:

### Связь

Телекоммуникационный сегмент Группы Система подвергся наибольшей переоценке: наша первоначальная оценка увеличена на \$368 млн с учетом следующих моментов:

- **МТС.** Мы не вносили никаких изменений в оценку МТС, и она по-прежнему отражает нашу расчетную цену по акциям этой компании, равную \$48.
- **Комстар ОТС.** Мы использовали оценку Комстар ОТС в \$549 млн полученную KPMG.
- **МГТС.** Изменение в \$219 млн отражает повышение нами расчетной цены акций МГТС (до \$19,8) и более высокую по сравнению с первоначальной оценкой Комстар ОТС, в которой МГТС принадлежит 46%.
- **МТТ.** Мы повысили стоимость МТТ до \$512 млн (на 100%), применив стоимостной коэффициент EV/EBITDA на 2005 год в размере 4,2х, что составляет 15% дисконт к соответствующему коэффициенту Ростелекома. Мы также продолжаем считать, что МТТ может вполне получить основной выигрыш от процесса либерализации российского рынка междугородной связи и «увести» значительную часть рыноч-



ной доли Ростелекома – в этом случае наши допущения могут даже оказаться излишне консервативными.

- **Скайлинк.** Мы повысили нашу оценку Скайлинк в расчете на абонента, учитывая гораздо более высокий ARPU его абонентов (до \$50), не меняя при этом наш прогноз расчетной цены на 2005 г., исходящий из общей численности абонентской базы 190.000.

### Высокие технологии

Компании высоких технологий – это, пожалуй, наиболее динамичный сегмент бизнеса Системы с очень хорошим потенциалом дальнейшего роста. Мы повысили его оценку для Системы на \$310 млн.

- **Стром** (телекоммуникационное оборудование и программное обеспечение). Мы применили стоимостной коэффициент 1,5x к прогнозу выручки за 2005 год и ожидаем, что компании удастся сохранить высокие темпы роста за счет модернизации сети МГТС после ее перехода под контроль Комстар ОТС, что обеспечит Системе даже более высокий уровень контроля над компанией.
- **Микрон** (проектирование и производство микроэлектроники). Мы применили стоимостной коэффициент 1,0x к прогнозу выручки на 2005 год, что повысило стоимость доли Системы на \$22 млн.
- **Ситроникс** (электроника и бытовая техника). Мы применили стоимостной коэффициент 1,0x к прогнозу выручки на 2005 г., что дало оценку стоимости в размере \$118 млн (Система владеет 100% акций данной компании). Хотя отечественные производители электроники в принципе имеют очень хорошие перспективы роста, ключевое значение на этом рынке имеет популярность брэнда, и Системе еще предстоит немало поработать, чтобы повысить известность брэнда Ситроникс. Ранее при определении расчетной цены акций Системы мы не учитывали стоимости Ситроникс.
- **Квазар-Микро** (информационные технологии и системная интеграция). Это наиболее быстро растущий сегмент технологического бизнеса АФК Система, по крайней мере с точки зрения роста выручки. Для учета этого обстоятельства мы применили к прогнозу выручки на 2005 год более низкий стоимостной коэффициент – 0,5x, что дало повышение стоимости доли Системы в компании на \$69 млн. Российский рынок информационных технологий все еще сильно фрагментирован, и мы ожидаем, что участие Системы в его консолидации через Квазар-Микро должно повысить инвестиционную привлекательность этой компании.

### Розничная торговля

- **Детский мир.** Эта компания розничной торговли, входящая в состав активов холдинга, показывает очень высокие темпы роста за счет открытия новых торговых площадей и использования популярности своего брэнда – одного из позитивных наследий советских времен (по крайней мере, в восприятии населения). Мы повысили оценку выручки Детского мира за 2005 г. до \$122,5 млн и приняли стоимостной коэффициент EV/Выручка равным 2,0x, то есть приравняв его к соответствующим показателям Седьмого континента и Пятерочки. Это добавило к нашей прежней оценке Детского мира \$166 млн.



**Нефтяной сектор**

Мы изменили наш подход к оценке приобретенных Системой башкирских компаний нефтяного сектора, что, по нашим расчетам, увеличивает стоимость Системы еще на \$685 млн.

В августе Система приобрела блокирующие миноритарные пакеты акций пяти башкирских нефтяных компаний (Новнефть, Уфимский НПЗ, Уфанефтехим, Уфаоргсинтез и Башнефть) и значительный пакет акций компании Башкирнефтепродукт с оплатой денежными средствами в сумме почти \$600 млн.

Мы продолжаем придерживаться мнения, что экскурс Системы в нефтяной бизнес путем приобретения башкирских компаний следует рассматривать как чисто финансовое вложение, хотя и очень прибыльное. Для оценки потенциала роста стоимости Системы в результате этой сделки мы рассчитали разницу между справедливой стоимостью приобретенных активов (которая не равна их текущей рыночной цене – то есть применяя тот же подход, что и при оценке участия Системы в МТС и МГТС) и приведенный в нашем обзоре «Башкирские НПЗ: потенциал роста оправдывает риски» от 17 августа, и ценой в \$599,7 млн, уплаченной за них Системой (см. Илл. 33). Эта разница составила \$1,064 млн.

**Разница между справедливой стоимостью башкирских активов и ценой их приобретения составила \$1,064 млрд**

**Илл. 33. Стоимость долей участия АФК «Система» в компаниях башкирского ТЭКа**

	Тикер в РТС	Размер приобретенного пакета	Справедливая стоимость приобретенного пакета*
		%	млн \$
Уфимский НПЗ	unpz	25,52	435
Новойл	nunz	28,62	291
Уфанефтехим	UFNC	22,43	325
Уфаоргсинтез	UFOS	24,87	119
Башкирнефтепродукт	banp	18,57	43
Башнефть	BANE	25,00	451
<b>Итого</b>			<b>1,664</b>

Источник: оценка Альфа-Банка

Примечание: \* исходя из расчетных цен Альфа-Банка

**Возможность портфельного участия в фонде прямых инвестиций**

**Система фактически является фондом прямых инвестиций с очень хорошими возможностями организации сделок, бумаги которого торгуются на рынке**

Наш особый интерес к Системе связан с тем, что вложение в ее бумаги фактически дает портфельным инвесторам возможность участия в крупном фонде прямых инвестиций (private equity), каковым на деле является этот холдинг. Помимо наличия в его составе предприятий различных отраслей (одни из которых, например, МТС, достигли определенной рыночной зрелости, в то время как другие, например, технологические, страховые и торговые компании, имеют значительный потенциал роста), очевидно, что Система имеет очень хорошие политические связи, позволяющие ей получать выгодные сделки – например, выйти на компании башкирского нефтяного сектора и приобрести их практически по минимальным ценам, с возможностью их перепродажи в достаточно недалеком будущем и получения крупных дивидендов до такой перепродажи (таков, по крайней мере, наш собственный прогноз ситуации).

**Система намерена создать вертикально интегрированную структуру, в которую будут входить энергетические активы, приобретенные недавно в Башкирии**

В настоящее время, по заявлениям генерального директора Системы Владимира Евтушенкова, компания намерена создать вертикально интегрированную структуру, в которую будут входить энергетические активы, приобретенные недавно в Республике Башкортостан, и перевести



**Система стремится сохранить свободу действий в отношении башкирских нефтяных активов (получение контроля или перепродажа)**

**В ближайшие 2-3 года Система проведет IPO ряда ее сегментов, таких как страховые или технологические компании**

**Оставляя в стороне вопрос об обменных коэффициентах, слияние МГТС и Комстар ОТС будет, видимо, выгодным для обеих сторон**

**Мы полагаем, что миноритариям МГТС предложат либо справедливый выкуп, либо обмен на акции Комстар ОТС**

**Пока мы не предполагаем конкретный прирост стоимости Системы в результате ее участия в приватизации Связьинвеста**

акции этих активов на единую акцию к маю 2006 года. По словам Евтушенкова, компания уже достигла предварительной договоренности по данному вопросу с компанией Башкирский капитал, другим крупнейшим владельцем башкирских активов. По имеющимся данным, Система и Башкирский капитал договорились о том, что Система осуществит консолидацию блокирующего пакета акций предлагаемой к созданию структуры, а Башкирский капитал сохранит за собой контрольный пакет акций.

Мы полагаем, что такое развитие событий говорит о желании Системы сохранить за собой свободу действий. С одной стороны, она хочет обеспечить себе возможность увеличения своей доли участия в башкирских активах, возможно до контрольного пакета, в зависимости от завершения переговоров с Башкирским капиталом. С другой стороны, если она предпочтет реализовать свой первоначальный план по продаже активов в течение 18-24 месяцев, она, вероятно, сумеет получить более высокий доход на свое вложение при продаже пакета акций единой интегрированной структуры.

Стоимость группы Система как сумма составляющих ее бизнесов также должна вырасти за счет IPO некоторых из ее предприятий, таких как страховые или технологические компании, которые предполагается вывести на биржу в ближайшие 2-3 года.

Мы также полагаем, что Система сумеет извлечь дополнительный доход из своих активов в секторе проводной связи благодаря двум сделкам: IPO компании Комстар ОТС и приватизации Связьинвеста.

В настоящее время Система фактически добивается консолидации МГТС и ряда независимых проводных операторов в рамках Комстар ОТС, причем ее предполагаемая доля в Комстар после IPO составит почти 80%. Оставляя в стороне вопрос об обменных коэффициентах, данное слияние (и последующее IPO) будет, по-видимому, выгодным и для акционеров МГТС, поскольку они в конце концов получают доступ к денежным потокам, в настоящее время не достаемым компании (так, например, МТУ-Информ предоставляет услуги доступа в Интернет по технологии ADSL и получает платежи за эти услуги, используя при этом связанное оборудование доступа «последней мили», принадлежащее МГТС).

Слияние (которое устраняет блокирующий миноритарный пакет Связьинвеста в МГТС) также, по нашему мнению, приведет к повышению объемов капитальных затрат Системы на развитие МГТС, которые остро необходимы для модернизации ее устаревшей московской сети (уровень цифровизации которой составляет не более 20%) и упрочения ее конкурентных позиций. Проведение IPO Комстар явно принесет Системе выигрыш - не только ввиду предполагаемых выгодных для нее обменных коэффициентов, но и потому, что это позволит компании извлечь часть стоимости ее активов, не имеющих биржевой котировки.

Остающееся серьезное опасение связано с тем, как будет решен вопрос о долях миноритариев МГТС в случае, если компания войдет в состав Комстар ОТС. Хотя теоретически все возможно, мы не ожидаем, что события будут развиваться по той же схеме, что и при покупке Системой МГТС в 90-х годах в ходе инвестиционного конкурса, когда Системе удалось разводить пакет акций Связьинвеста и миноритариев путем допэмиссий. Мы полагаем, что Система предложит миноритариям МГТС либо выкуп их частей по ценам не ниже рыночных, либо их обмен на акции Комстар ОТС, позволяющий им получить доход от возникающих синергий.

Что касается приватизации Связьинвеста, мы не «закладываем» на этом этапе какой-то определенный прирост стоимости Системы в результате ее успешного участия в этом процессе, считая такой подход слишком гипотетическим. Вместе с тем, мы вполне доверяем чуткому «нюху» Сис-

темы на прибыльные сделки такого рода и масштаба и будем продолжать внимательно следить за развитием событий.

В результате пересмотра нашей оценки стоимости Системы мы вновь даем по ее GDR рекомендацию ПОКУПАТЬ, с новой расчетной ценой, равной \$27.



## Динамика и оценка акций

Илл. 34. Динамика АДР, с начала месяца, на 7 октября 2005г.

Компания	Уровень АДР	Соотношение	% в виде АДР	Цена \$	Изменение		За 52 недели	
					за месяц %	с начала года \$	Максимум \$	Минимум \$
<b>Нефть и Газ</b>								
Газпром	114А, REG S	10 в 1	1,4	58,00	8,2	63,2	70,0	29,5
ЛУКОЙЛ	1	4 в 1	31,0	53,60	21,0	75,1	69,0	26,0
Сибнефть	1	5 в 1	4,0	16,50	0,9	9,3	20,0	12,9
Сургутнефтегаз	1	50 в 1	19,0	49,20	12,3	32,1	72,4	31,0
Татнефть	2	20 в 1	25,0	60,00	31,7	107,4	74,0	26,8
Юкос	1	4 в 1	20,0	3,99	78,3	33,3	21,8	1,5
<b>Энергетика</b>								
Иркутскэнерго	1	50 в 1	н/д	17,9	69,5	77,3	24,0	9,5
Ленэнерго	REG S	80 в 1	6,2	54,3	12,5	12,5	54,3	39,8
Мосэнерго	1	100 в 1	20,0	12,1	40,0	-19,3	23,8	7,0
РАО ЕЭС	1	100 в 1	22,0	39,0	10,3	37,3	42,8	25,1
<b>Телекоммуникации</b>								
ВымпелКом	3	3 в 4	14,0	30,3	1,8	13,8	32,0	25,0
Голден Телеком	3	1 в 1	22,0	38,0	0,8	9,6	42,2	29,3
МТС	3	5 в 1	22,0	22,8	15,1	23,5	27,2	15,0
Система	4	21 в 1	40,0	41,5	-0,2	23,1	46,2	25,0
МГТС	1	1 в 10	н/д	15,8	4,0	21,7	13,0	8,5
Волга Телеком	1	2 в 1	8,5	7,9	5,6	33,2	7,0	4,3
Ростелеком	2	6 в 1	19,7	14,3	6,9	21,4	16,2	10,0
Уралсвязьинформ	1	200 в 1	н/д	5,7	27,0	60,8	4,7	2,5
ЮжТелеком	1	1 в 2	н/д	7,2	1,7	15,4	6,9	4,8
<b>Прочие сектора</b>								
ГМК Норильский Никель	1	1 в 1	17,0	75,7	5,6	36,4	87,0	43,5
ОМЗ	144А, REG S	1 в 1	16,6	5,2	26,1	45,7	4,8	2,2
Вимм-Билль-Данн	3	1 в 1	32,0	18,9	4,5	31,7	20,4	11,9

Источники: Блумберг, оценки Альфа-Банка



Илл. 35. Динамика и сравнительная оценка «голубых фишек» за месяц, на 7 октября 2005 г.

Компания	Цена	Изменение		За 52 недели		ADV	МСар	P/E		EV/EBITDA		Расчетная	Потенциал	Рекомендация
	\$	MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$	млн. \$	млн. \$	2004	2005П	2004	2005П	цена \$	роста %	
<b>Нефть и Газ</b>														
Газпром	4,89	14	25	3,32	1,80	197,7	126 264	16,8	14,0	10,8	7,8	пересмотр	н/д	пересмотр
ЛУКОЙЛ	53,60	15	43	42,37	26,70	15,4	51 459	12,1	11,8	7,6	7,9	49,27	-8	ДЕРЖАТЬ
Сибнефть	3,30	-4	2	3,75	2,40	1,4	17 069	8,3	7,8	5,4	6,1	3,27	-1	ДЕРЖАТЬ
Сургутнефтегаз	0,99	10	12	0,83	0,64	2,0	46 649	16,0	18,0	5,3	5,3	0,96	-3	ДЕРЖАТЬ
Татнефть	3,01	12	45	2,08	1,14	0,5	8 402	9,5	11,7	6,9	7,6	пересмотр	н/д	пересмотр
Юкос	1,00	7	-8	5,22	0,50	0,4	2 617	0,5	0,5	1,8	2,0	запрещено	пересмотр	ЗАПРЕЩЕНО
Petrobras	48,67	4	10	49,44	25,56	8,7	50 883	7,2	5,8	4,0	3,2			
PetroChina	0,64	6	20	0,65	0,43	50,9	112 959	9,0	7,6	5,3	4,3			
Sinorep	0,36	-7	-13	0,46	0,35	42,8	34 031	7,0	6,4	4,3	4,2			
<b>Среднее</b>								<b>7,1</b>	<b>6,6</b>	<b>4,5</b>	<b>3,9</b>			
<b>Энергетика</b>														
Иркутскэнерго	0,41	5	12	0,24	0,15	0,3	1 931	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Ленэнерго	0,59	28	8	0,92	0,57	0,0	450	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Мосэнерго	0,13	10	-42	0,25	0,06	0,2	3 618	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
РАО ЕЭС	0,42	6	15	0,33	0,23	14,7	17 381	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
CEZ	5,55	2	2	5,65	3,24	5,5	2 031	н/д	н/д	н/д	н/д			
Sopel	2,76	-7	-7	3,21	1,96	0,4	832	н/д	н/д	н/д	н/д			
Eletrobras	13,37	-19	-19	17,69	5,34	3,6	4 310	н/д	н/д	н/д	н/д			
<b>Телекомы</b>														
МГТС	16,10	12	27	15,60	11,95	0,0	1 538	21,5	16,2	10,1	8,4	19,80	23	ПОКУПАТЬ
TeleSP	14,42	-12	-29	21,56	14,09	3,5	8 645	10,3	9,1	4,2	4,0			
Tele Norte Leste	22,49	4	10	24,14	14,30	3,6	7 015	нег	нег	6,6	5,8			
<b>Среднее</b>								<b>15,9</b>	<b>12,7</b>	<b>5,4</b>	<b>4,9</b>			
Ростелеком	2,37	5	14	2,47	1,70	1,7	2 336	16,8	44,3	5,3	6,1	2,07	-13	ПОКУПАТЬ
Indosat	0,58	11	0	0,64	0,42	5,4	3 053	17,1	13,5	5,5	4,5			
Embratel	2,12	10	-30	4,77	1,72	0,1	1 716	н/д	н/д	4,9	4,3			
<b>Среднее</b>								<b>16,9</b>	<b>28,9</b>	<b>5,2</b>	<b>4,4</b>			
МТС	38,00	1	11	42,21	29,34	60,0	15 269	14,9	12,6	8,5	6,8	48,00	23	ПОКУПАТЬ
Система	22,81	15	24,3	27,20	14,95	60,0	10 132	27,1	16,7	4,3	3,4	27,00	16	ПОКУПАТЬ
ВымпелКом	41,45	0	19	46,17	25,00	40,7	8 808	25,1	15,2	9,9	6,7	52,00	20	ПОКУПАТЬ
Stet Hellas	19,32	-5	2	22,15	14,94	н/д	1 610	13,4	13,5	5,1	5,1			
Mobinil	50,69	1	55	52,68	27,86	0,0	5 091	28,8	22,4	12,8	10,3			
<b>Среднее</b>								<b>28,8</b>	<b>18,0</b>	<b>9,0</b>	<b>10,3</b>			
Голден Телеком	30,39	2	16	32,00	25,02	2,7	1 108	17,1	11,5	6,2	4,6	37,00	21	ПОКУПАТЬ
Netia	1,98	-8	-1	2,16	1,54	3,7	530	нег	12,6	4,3	4,0			
<b>Металлургия</b>														
Норильский Никель	73,80	15	31	70,00	51,10	6,1	14 865	8,1	10,6	4,4	5,5	87,00	18	ПОКУПАТЬ
Amplats	53,92	-6	71	57,58	29,33	1380,4	11 739	32,2	28,4	14,3	16,6			
Inco	44,11	-2	19	47,28	33,26	45,2	8 352	13,7	10,6	5,9	6,5			
Implats	108,29	-2	48	111,81	70,11	2974,7	7 214	15,9	17,3	10,3	9,4			
<b>Среднее</b>								<b>20,6</b>	<b>18,7</b>	<b>10,1</b>	<b>11,6</b>			
Евраз Холдинг	16,6	3	1	18,30	13,50	3,7	5 892	5,4	5,0	3,2	3,1	19,00	15	ДЕРЖАТЬ
СГ Мечел	32,4	3	2	33,90	15,79	4,9	3 536	8,3	8,8	4,4	4,5	34,50	7	ДЕРЖАТЬ
Северсталь	9,20	19	14	8,30	7,12	0,4	5 336	3,8	4,0	2,6	2,9	10,50	14	ПОКУПАТЬ
China Steel	0,85	-4	-17	1,08	0,79	28,0	9 005	5,5	5,5	3,8	3,8			
POSCO	210,24	-6	17	233,76	155,52	58,2	18 330	4,6	4,2	2,7	2,4			
<b>Average for peers</b>								<b>5,1</b>	<b>4,8</b>	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>			
<b>Продукты</b>														
Балтика	28,70	4	67	27,60	11,80	0,0	3 363	25,5	14,6	14,8	9,6	33,00	15	ДЕРЖАТЬ
Вимм-Билль-Данн	17,00	0	0	20,40	11,90	0,1	748	35,3	34,8	10,4	9,6	22,50	32	ПОКУПАТЬ
Cadbury Schweppes (UK)	1023,4	2	34	1060,6	754,5	10 164	21 237	27,9	17,9	12,2	12,2			
Coca Cola Company (USA)	42,60	-1	24	45,3	38,3	251	101 719	21,0	20,0	14,4	14,4			
<b>Среднее</b>								<b>26,6</b>	<b>28,3</b>	<b>12,0</b>	<b>11,2</b>			
<b>Торговля</b>														
Аптеки 36,6	26,00	10	26	23,00	18,25	0,1	207	285,8	67,7	15,5	9,6	27,90		ДЕРЖАТЬ
Robinson & Co	27,66	-1	-4	30,86	19,07	0,4	6 156	37,8	34,9	16,1	13,5			
Migros Turk TAS	9,10	6	8	9,46	6,09	4,1	1 253	23,9	25,2	11,0	9,5			
<b>Среднее</b>								<b>24,1</b>	<b>22,6</b>	<b>11,5</b>	<b>9,8</b>			
<b>Машиностроение</b>														
ОМЗ	5,20	25	39	5,20	3,20	0,1	194	54,3	15,1	8,1	7,5	4,80	-13	ДЕРЖАТЬ
Hyundai Heavy	74,88	1	126	79,30	28,27	26,0	5 691	43,0	нег	25,1	25,6			
<b>Среднее</b>								<b>42,5</b>	<b>15,1</b>	<b>16,5</b>	<b>17,8</b>			

Примечание: н/д – нет данных, н/з – не значимо

Источники: РТС, Блумберг оценки Альфа-Банка





Илл. 36. Динамика и оценка акций «второго эшелона», с начала месяца, на 7 октября 2005г

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV \$ '000	МСар млн. \$	P/E		EV/EBITDA		Расчетная цена \$	Потенциал роста %	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$			2004	2005П	2004	2005П			
<b>Нефть и Газ</b>														
Мегионнефтегаз	26	-1	37	26,35	15,5	3,9	3 214	8,0		5,6		30,46	17	ПОКУПАТЬ
Башнефть	5,65	-4	22	6,04	3,68	16,1	1 084	3,8	4,3	2,2	2,7	6,5	16	ДЕРЖАТЬ
РИТЕК	4,25	-11	9	5	2,95	186,6	425	4,3		4,2		4,75	12	ДЕРЖАТЬ
<b>Энергетика</b>														
Башкирэнерго	0,300	-5	-3	0,385	0,300	1,6	313	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Красноярскэнерго	0,620	0	29	0,660	0,400	0,0	370	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Кубаньэнерго	7,30	0	85	7,35	6,87	0,0	130	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Кузбассэнерго	0,67	0	-4	0,735	0,580	5,0	406	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Новосибирскэнерго	18,5	-3	19	19	13	0,4	250	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Пермэнерго	5,4	0	4	5,4	4	0,0	196	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Ростовэнерго	0,050	0	43	0,062	0,047	0,0	156	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Самараэнерго	0,125	0	4	0,127	0,098	0,6	438	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Свердловэнерго	0,415	0	0	0,49	0,34	0,0	217	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
Челябэнерго	0,013	0	-61	0,042	0,013	0,7	58	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	ЗАПРЕЩЕНО
<b>Телекомы</b>														
Дальсвязь	1,44	7	31	1,5	0,89	33,2	179	6,0	17,0	8,5	5,8	1,38	-4	ДЕРЖАТЬ
Волга Телеком	3,33	-6	2	4,2	2,4	77,2	1 012	12,1	10,1	5,8	4,6	3,86	16	ДЕРЖАТЬ
Северо-Западный Телеком	0,610	-2	16	0,66	0,44	75,9	647	27,4	14,2	6,6	4,7	0,67	10	ДЕРЖАТЬ
Сибирь Телеком	0,05	-8	-5	0,07	0,04	91,0	806	13,4	10,4	5,5	4,4	0,07	32	ПОКУПАТЬ
Уралсвязьинформ	0,036	0	-2	0,046	0,029	245,0	1 163	24,2	13,6	6,8	5,0	0,049	36	ПОКУПАТЬ
Центр Телеком	0,35	-7	22	0,42	0,258	33,0	690	194,8	106,2	6,0	4,9	0,37	6	ДЕРЖАТЬ
ЮжТелеком	0,096	-7	30	0,121	0,07	11,3	356	-33,7	-38,8	8,1	6,2	0,059	-39	ПРОДАВАТЬ
<b>Другие сектора</b>														
АвтоВАЗ	24,10	-5	-11	30,00	22,10	0	768	9,6	3,7	2,7	1,9	32,60	36	ПОКУПАТЬ
Челябинский труб- ный з-д	0,96	49	178	0,80	0,21	230,126	491	271,5	37,1	20,0	10,7	1,10	14	ДЕРЖАТЬ
Выксунский МЗ	478,50	9	111	425,00	177,00	53,800	924	13,1	9,6	7,3	5,1	460,00	-4	ДЕРЖАТЬ
НЛМК	1,39			1,45	1,00	1,045	8 301	4,7	5,5	2,5	2,9	1,77	28	ПОКУПАТЬ
НТМК	1,62	5	28	1,30	0,60	104,772	2 332	6,0	4,8	3,9	2,7	1,80	11	ПОКУПАТЬ
Сбербанк	967,00	16	53	805,00	369,50	1,922	19 086	38,8	24,0	N/A	N/A	1170,00	21	ДЕРЖАТЬ
Иркут	0,67	6	8	0,67	0,49	44,475	615	9,5	7,4	7,3	6,8	0,87	30	ПОКУПАТЬ
Калина	33,90	12	89	33,00	16,50	55,269	328	17,4	13,0	9,6	8,5	31,70	-7	ДЕРЖАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка

Илл. 37. Динамика и оценка привилегированных акций, за месяц, на 7 октября 2005г.

Компания	Цена \$	Изменение		За 52 недели		ADV \$	Дисконт прив. к об. %	Дивиденды 2004	Дивиденд. доход %	Расчетная цена	Потенциал роста	Рекомендация
		MTD %	YTD %	Макс. \$	Мин. \$							
<b>Нефть и Газ</b>												
Транснефть прив.	1 625	24	18	1 058	750	1 723	н/д	10,77	0,01	760	-56	ПРОДАВАТЬ
Сургутнефтегаз прив.	0,810	24	22	0,6825	0,403	508	18	0,0203	0,02	0,77	-28	ДЕРЖАТЬ
Татнефть прив.	1,94	40	60	1,295	0,545	167	38	0,0335	0,01	пересмотр	н/д	пересмотр
<b>Энергетика</b>												
РАО ЕЭС прив.	0,39	13	19	0,31	0,21	51	14	0	1	запрещено	н/д	запрещено
<b>Телекоммуникации</b>												
Ростелеком прив.	1,78	7	13	1,72	1,31	222	27	0,1320	0,07	1,6	-10	ДЕРЖАТЬ

Источники: РТС, оценки Альфа-Банка



## Илл. 38. Календарь корпоративных событий

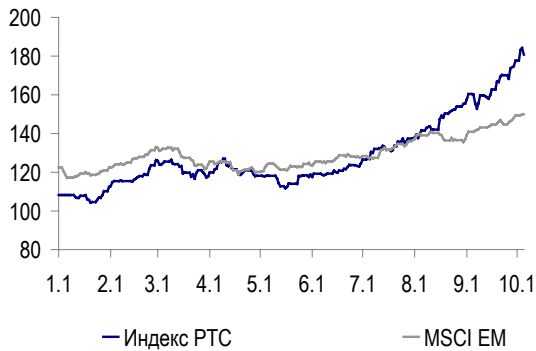
Дата	Компания	Событие
12 октября	Прикарпатоблэнерго	Внеочередное собрание акционеров
15 октября	РАО ЕЭС	Отчет за 1П05 по МСФО
16 октября	Архэнерго	Госрегистрация акций новой сетевой компании
16 октября	Астраханьэнерго	Госрегистрация акций новой сетевой компании
16 октября	Брянскэнерго	Госрегистрация акций новой сетевой компании
16 октября	Челябэнерго	Госрегистрация акций новой сетевой компании
16 октября	Дагэнерго	Госрегистрация акций новой сетевой компании
16 октября	Ивэнерго	Госрегистрация акций новой сетевой компании
16 октября	Кировэнерго	Госрегистрация акций новой сетевой компании
16 октября	Костромаэнерго	Госрегистрация акций новой сетевой компании
16 октября	Курскэнерго	Госрегистрация акций новой сетевой компании
16 октября	Липецкэнерго	Госрегистрация акций новой сетевой компании
16 октября	Маризэнерго	Госрегистрация акций новой сетевой компании
16 октября	Мордовэнерго	Госрегистрация акций новой сетевой компании
16 октября	Нижевоэнерго	Госрегистрация акций новой сетевой компании
16 октября	Омскэнерго	Госрегистрация акций новой сетевой компании
16 октября	Пензаэнерго	Госрегистрация акций новой сетевой компании
16 октября	Ростовэнерго	Госрегистрация акций новой сетевой компании
16 октября	Рязаньэнерго	Госрегистрация акций новой сетевой компании
16 октября	Смоленскэнерго	Госрегистрация акций новой сетевой компании
16 октября	Тамбовэнерго	Госрегистрация акций новой сетевой компании
16 октября	Тулэнерго	Госрегистрация акций новой сетевой компании
16 октября	Тверьэнерго	Госрегистрация акций новой сетевой компании
16 октября	Удмуртэнерго	Госрегистрация акций новой сетевой компании
16 октября	Владимирэнерго	Госрегистрация акций новой сетевой компании
16 октября	Волгоградэнерго	Госрегистрация акций новой сетевой компании
16 октября	Воронежэнерго	Госрегистрация акций новой сетевой компании
16 октября	Ярэнерго	Госрегистрация акций новой сетевой компании
20 октября	Укртелеком	Госрегистрация акций новой сетевой компании
Октябрь	Аэрофлот	Госрегистрация акций новой сетевой компании
Октябрь	Машиностроительный завод	RAS 1H2005 Financials
Октябрь	Мечел	Отчет за 1П05 по МСФО
Октябрь	ОМЗ	Отчет за 1П05 по МСФО
Октябрь	Транснефть	Indiga project feasibility study completion
Октябрь	Азот Невинномыский азот	Отчет за 1П05 по МСФО
Октябрь	ММК	Отчет за 1П05 по МСФО
Октябрь	Новосибирский 3-д химконцентратов	Отчет за 1П05
Октябрь	Сильвинит	Отчет за 1П05 по РСБУ
Октябрь	Уралкалий	Отчет за 1П05
31 октября	Полтавский ГОК	Последний день выплаты дивидендов
31 октября	Сумское НПО им. Фрунзе	Последний день выплаты дивидендов

Источники: отчеты компании, оценка Альфа-Банка



Графики

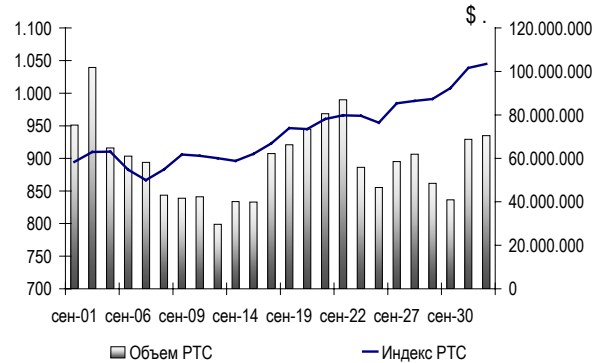
Илл. 39. РТС и индекс MSCI EM, с начала 2005 года



Источники: РТС, Рейтер

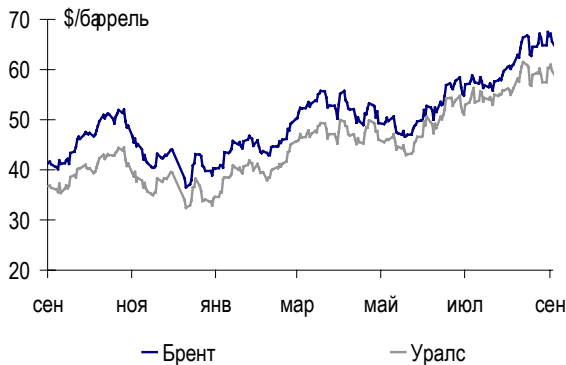
- В августе-сентябре Индекс РТС оказался лучше Индекса MSCI EM, хотя и отставал от него в период с начала года.
- Сентябрь стал для российского фондового рынка еще одним месяцем отчетливого роста, заложенного показателями удачного августа.

Илл. 40. Динамика РТС, с начала месяца



Источник: РТС

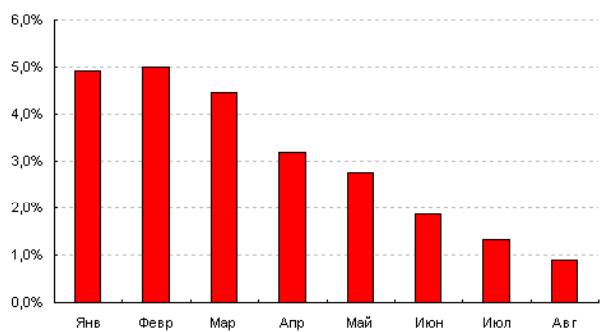
Илл. 41. Динамика цен на нефть, последние 12 мес.



Источник: Блумберг

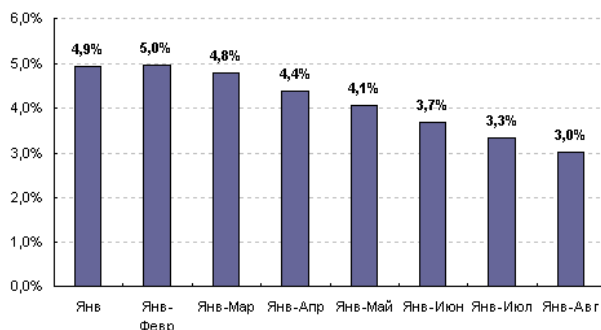
- В сентябре цены на нефть несколько снизились (сорт Brent подешевел почти на 2%, а Urals – почти на 1%, месяц-к-месяцу), что сказалось также на разнице Brent/Urals, которая сократилась с \$5,5 до \$4,7 за баррель.
- В сентябре в России продолжилось замедление роста добычи нефти – увеличение ее составило лишь 0,3% месяц-к-месяцу ( до 9,49 млн баррелей в сутки).

Илл. 42. Объемы добычи нефти



Источник: Министерство энергетики

Илл. 43. Динамика добычи нефти в 2005г.



Источник: Министерство энергетики

Илл. 44. Цены на медь и никель, последние 12 мес.



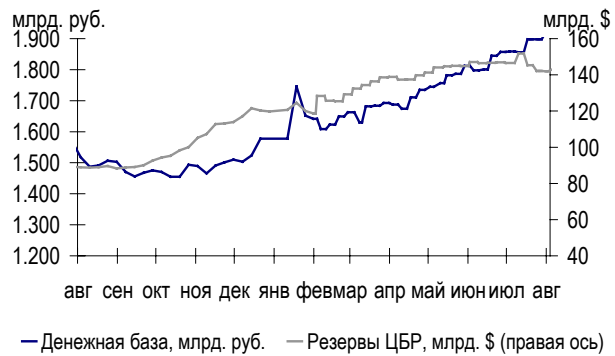
Источник: Блумберг

- В сентябре цена никеля упала на 12%, тогда как медь подорожала на 5%, достигнув ценового максимума за последние 52 недели (\$4053 за тонну).

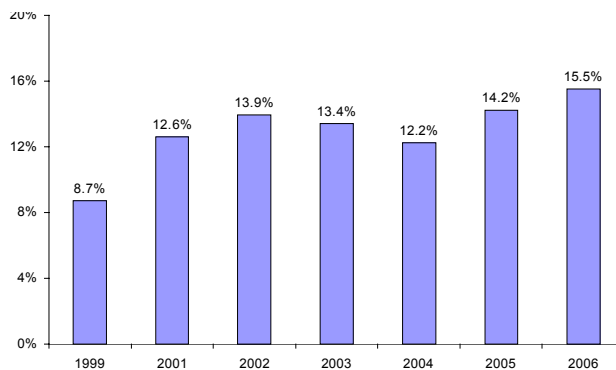
**Илл. 45. Валютный курс и банковская ликвидность, последние 12 месяцев**


Источник: ЦБР

- В сентябре курс российского рубля продолжал следовать за мировыми рынками.
- К октябрю резервы ЦБР достигли \$160 млрд; на конец года они прогнозируются на уровне \$180 млрд.

**Илл. 46. Денежная база и резервы ЦБР, последние 12 месяцев**


Источник: ЦБР

**Илл. 47. Темпы роста ВВП**


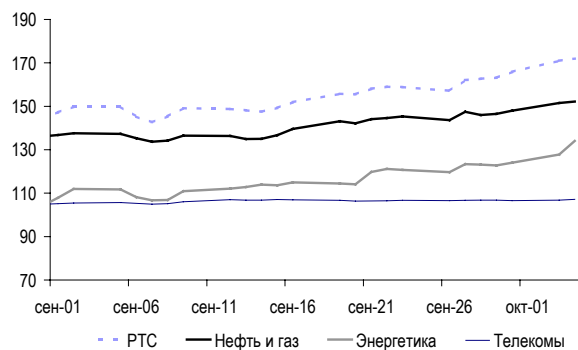
Источник: ЦБР

- Непроцентные расходы федерального бюджета достигли максимального уровня с 1999 г.

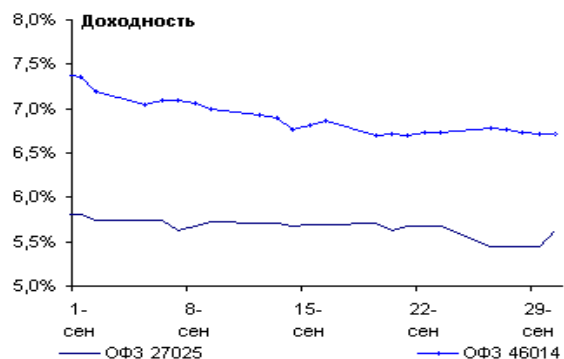
**Илл. 49. Динамика Россия-30, с начала месяца**


Источник: Рейтер

- Рост спроса на рублевые активы продолжал толкать цены рублевых облигаций вверх, однако тренд краткосрочных долгов указывает на начало коррекции.
- Волатильность российских евробондов увеличилась из-за последствий ураганов, повлиявших на курс Казначейских бумаг США, из-за неустойчивости нефтяного рынка и неопределенности в отношении дальнейшей политики ФРС. Достигнув исторического минимума в 95 б.п., спрэд российских бондов «Rus-30» к 10-летним Казначейским бумагам США вновь начал расширяться.

**Илл. 48. Сравнительная динамика основных секторов, с начала месяца**


Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 50. Динамика ОФЗ 27025–46014, с начала месяца**


Источник: Рейтер



## Экономика и политика

Наталья Орлова, (7 095) 795-3677

**Аналитики направили  
Правительству  
открытое письмо по  
вопросам  
экономической  
политики**

В сентябре аналитики нескольких инвестиционных компаний направили премьер-министру Фрадкову и Думе открытое письмо с выражением озабоченности по поводу фискальной политики на следующий год. Основная мысль письма: увеличение социальных расходов и использование средств Инвестиционного фонда должны быть частью долгосрочной государственной стратегии, которая еще не сформулирована. Уже увеличение непроцентных бюджетных расходов (с 15,6% ВВП в 2005 г. до 16,7% ВВП в 2006 г.) отражает существенное ослабление фискальной политики, однако в действительности государственные расходы могут оказаться даже выше. Поскольку проект бюджета рассчитан на основе консервативной оценки цены Urals (\$40/баррель) и низких расчетных цифр инфляции (7,0-8,5%), то дополнительные доходы неизбежно пойдут на увеличение расходов. Неясный механизм использования средств Инвестиционного фонда (\$2,5 млрд) также чреват риском создания инфляционного давления, при этом мало что добавляя к цифрам экономического роста.

**Илл. 51. Параметры госбюджетов 2004-2006 гг.**

	2004	2005E	2006E
Доходы всего	20,4%	23,7%	20,7%
Собираемость местных налогов	13,7%	14,5%	13,0%
Экспортные пошлины	5,3%	7,6%	6,7%
Расходы всего	16,1%	16,6%	17,5%
Непроцентные расходы	14,8%	15,5%	16,7%
Профицит бюджета	4,3%	7,0%	3,2%
Стабфонд, млрд \$	26,0	50,0	80,0
Стабфонд, % от ВВП	4,4%	6,8%	9,2%
Внешний долг, % от ВВП	18,9%	11,6%	9,3%
Внутренний долг, % от ВВП	4,6%	4,5%	4,7%

Источник: материалы заседания правительства 18 августа 2005 г.

Провозглашение и начало реализации новой экономической стратегии имеет большое значение, учитывая быстрый рост цен на российские активы. С начала года Индекс РТС вырос на 50%, и лишь фундаментальные экономические изменения способны предотвратить ситуацию, при которой этот рост выродится в «финансовый пузырь». В настоящий момент состояние рынка определяется ликвидностью: цифры платежного баланса и резервов ЦБР предполагают увеличение притока портфельных и прямых инвестиций. Ликвидность банковского сектора остается на уровне \$20 млрд - и увеличится, начиная с января, поскольку Стабилизационный фонд будет формироваться, исходя из нижнего предела цены Urals в \$27/баррель. До тех пор, пока цены на нефть остаются высокими, проблем с дополнительной ликвидностью не будет, но чтобы решить вопросы долгосрочного развития, стране уже сейчас необходимо сформулировать экономическую программу. текст



## Законодательство

Эрик ДеПой (7 095) 789-8518

### Илл. 52. Основные события

- Сентябрь 6 **Минэкономразвития предлагает изымать у нефтяников все доходы, полученные от экспорта нефти по цене, превышающей \$27 за баррель, с тем, чтобы сбить цены на бензин**  
Минэкономразвития внесло в правительство предложение, предусматривающее изъятие у нефтяников всех сверхдоходов, полученных от экспорта нефти по цене, превышающей \$27 за баррель. Согласно проекту решения государство планирует компенсировать сокращение прибыли нефтяных компаний путем фиксации налога на добычу на уровне 826,5 руб (\$29,2) за т. Предложение Минэкономразвития направлено на создание условий для снижения цен на нефтепродукты (в т.ч. бензин) путем стимулирования поставок на внутренний рынок. Таким образом правительство надеется затормозить инфляцию. В последнее время цены на бензин и нефтепродукты в России сильно выросли, что сделало поставки на внутренний рынок почти такими же рентабельными, как и экспорт.
- Сентябрь 8 **Законопроект о приватизации Связьинвеста представлен в Администрацию Президента**  
По сообщениям информационных агентств, законопроект о приватизации Связьинвеста утвержден правительством и направлен на рассмотрение Администрации Президента. Мы полагаем, что следующим шагом будет одобрение законопроекта Президентской Администрацией и его передача на утверждение Президента. Эти давно ожидавшиеся события уже нашли отражение в цене акций холдинга и, таким образом, нейтральны для их динамики. Мы не ожидаем приватизации Связьинвеста ранее середины 2006 года и пока подтверждаем наши расчетные цены и рекомендации в отношении его дочерних компаний, которые мы включаем в нашу аналитику.

Источник: Данные компаний



## Новости компаний и отраслей

## Нефть и газ

Аниса Нагария (44 20) 7382-4186

*Альфа-Банк и подконтрольные ему структуры имеют финансовые интересы в ТНК-ВР, Сиданко и Оноко и принимают заказы на сделки с ценными бумагами указанных выше компаний только в том случае, если такие сделки осуществляются не по инициативе Альфа-банка и подконтрольных ему структур.*

**Событие месяца – покупка Газпромом Сибнефти**

Несомненно, главной новостью в сентябре стало решение Газпрома (к которому предшествовали упорные рыночные слухи) о покупке у Millhouse пакета из 72,7% акций Сибнефти, что подтвердило приверженность правительства своей стратегии восстановления контроля над значительной частью энергетического сектора России. В отличие от ситуации с Юкосом (на который все еще давит растущий многомиллиардный пресс прошлых налоговых недоимок и угроза лишиться оставшихся активов), правительство – через Газпром – уплатило за Сибнефть рыночную цену.

**Мы продолжаем считать факторами роста котировок Газпрома либерализацию рынка его акций и крупные сделки с международными партнерами**

Эта сделка стала первым шагом Газпрома к превращению в общенациональную интегрированную нефтегазовую компанию (после его неудачной попытки приобрести Роснефть в начале года). Впрочем, мы были бы более оптимистичны в отношении сделки, если бы Газпром был способен эффективнее управлять собственными активами. В качестве факторов роста его котировок мы выделяем окончательное решение вопроса об отмене двойного рынка акций и заключение Газпромом ряда крупных и выгодных сделок с транснациональными корпорациями в сферах как добычи, так и переработки нефти.

**Газпром вряд ли будет выкупать акции миноритариев с премией... постарается удержать эффективность Сибнефти на нынешнем уровне... в будущем может сократить дивидендные выплаты**

На нынешнем уровне биржевых котировок мы не видим никакого потенциала роста для миноритарных акционеров Сибнефти, несмотря на относительную прозрачность сделки и ее сумму (см. Сибнефть: Сделка с Газпромом не оставляет надежд миноритариям от 28 сентября).

Во-первых, в ближайшем будущем Газпром вряд ли примет решение предложить выкупить пакеты миноритариев, т.к. уже получила более 75% акций компаний (ранее монополия приобрела 3% акций Сибнефти у своего дочернего Газпромбанка) и юридически не связана обязательством выкупать доли миноритариев Сибнефти. Если Газпрому удастся получить 20%-ный пакет, владельцем которого в настоящее время является Юкос, то позднее предложение о выкупе, возможно, и будет сделано. Но и в этом случае, мы полагаем, Газпром вряд ли предложит цену, превышающую цену рынка. Во-вторых, мы не уверены в способности менеджмента Газпрома обеспечить достаточный уровень доходности активов Сибнефти: монополия не слишком эффективно управляет собственными активами. В-третьих, с приходом такого мажоритарного акционера как Газпром дивидендные выплаты у Сибнефти, по-видимому, снизятся. Газпром, вероятно, найдет другое применение денежным средствам, генерируемым Сибнефтью, направив их, например, на финансирование собственных проектов.

**Либерализации рынка акций Газпрома приближается?...**

Из положительного отметим, что в вопросе либерализации рынка акций Газпрома наметился прогресс. На прошлой неделе на своем заседании группа ведущих специалистов Газпрома объявила, что в ближайшие дни в правительство будет направлен пакет законодательных поправок, призванных «открыть» рынок акций газового гиганта. Группа подтвердила планы завершить процесс либерализации рынка акций Газпрома к концу года. Это - положительный сигнал, свидетельствующий о намерении правительства соблюсти заявленные им сроки. Посмотрим, насколько ему это удастся.





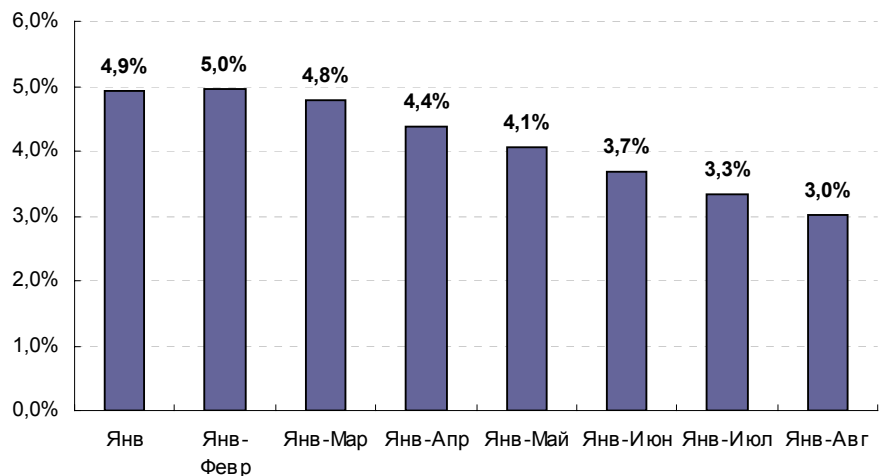
**В шорт-листе претендентов на разработку Штокмана в партнерстве с Газпромом 5 ведущих зарубежных компаний**

Газпром обнародовал шорт-лист из 5 компаний-кандидатов на участие в проекте по разработке Штокмановского месторождения. Включение в шорт-лист норвежских Statoil and Hydro, американских Chevron и ConocoPhillips и французской Total, с нашей точки зрения, вполне объяснимо. Мы по-прежнему считаем, что у норвежских компаний есть хорошие шансы войти в состав консорциума партнеров Газпрома по разработке Штокмана: обе компании обладают технологиями и опытом по разработке аналогичных проектов. Что же касается американских компаний, то им Газпром, возможно, хочет отвести роль партнера по сбыту на рынке США СПГ, который будет производиться из добытого на Штокмане газа. Газпром намерен окончательно определиться с партнерами по проекту, выбрав из шорт-листа 2-3 компании, в течение первого квартала будущего года. Иностранные компании получают в проекте миноритарные доли участия, Газпром – контрольный пакет в соответствии со стратегией газовой монополии.

**Замедление темпов роста добычи нефти в России продолжает вызывать беспокойство...**

С точки зрения макроэкономики, общий характер российской нефтедобычи продолжает вызывать беспокойство. Предварительные данные о добыче в сентябре стали свидетельством еще одного «слабого» месяца – и заставили нас пересмотреть (в сторону понижения) наш годовой прогноз отечественной нефтедобычи: с 3,3% до 3,0% год-к-году (в суточных объемах добычи). Как мы ожидаем, суммарная добыча нефти в России составит 9,40 млн баррелей в сутки (470 млн т), что соответствует прогнозу МЭРТ.

**Илл. 53. Динамика добычи нефти**



Источник: Оценка Альфа-Банка

**... по мере того, как в период с января по сентябрь добыча замедлилась до 2,8%**

По данным Минпромэнерго, в сентябре нефтедобыча выросла, по сравнению с августом, лишь на 0,3% (до 9,49 млн баррелей в сутки). В целом рост добычи в текущем году (январь-сентябрь) составил 2,8% год-к-году, что означает дальнейшее падение темпов роста: 3,0% (январь-август), 3,3% (январь-июль), 3,6% (январь-июнь), 4,1% (январь-май) и 4,4% (январь-апрель). В сентябре лидером по темпам роста суточной добычи стала Роснефть (по сравнению с августом увеличение равно 1,3%), благодаря росту добычи у Юганскнефтегаза (на 2,2%). Дальше следовали ТНК-ВР (рост на 0,8%), СургутНГ и ЛУКОЙЛ (рост на 0,4% и 0,3%, соответственно). Сибнефть, Славнефть, Татнефть и Башнефть зафиксировали стагнацию добычи. В дальнейшем, с началом коммерческой эксплуатации проекта «Сахалин-1» в октябре, мы ожидаем ускорения роста нефтедобычи.



**... а правительство  
вынуждено  
пересмотреть свои  
позиции по  
налогообложению  
нефтяного сектора**

Не удивительно, что столь разочаровывающие данные все больше беспокоят правительство и подвигли его на предложение многочисленных мер по снижению налогового давления на нефтедобывающие компании. Эти меры предполагают, в первую очередь, изменение действующего налога на добычу полезных ископаемых (НДПИ). В частности, они включают введение налоговых льгот на инвестиции в новые проекты добычи на еще не освоенных месторождениях Восточной Сибири и Арктического шельфа. Эти меры включают также дифференциацию НДПИ с учетом степени истощения и качества запасов на действующих нефтяных полях. Кроме того, предполагается «отвязать» налог от мировых цен на нефть (сегодня НДПИ исчисляется на основе разницы между ценой Urals и отметкой \$9/баррель). Правительство рассматривает также вопрос о снижении акциза на высокооктановый бензин и о повышении акциза на бензин с низким октановым числом, с целью подвигнуть его производителей на улучшение ассортимента нефтепродуктов.

**Нефтяным компаниям  
необходимо  
освободить  
финансовые ресурсы  
для инвестиций,  
чтобы ускорить рост  
добычи ...**

Эти меры сделают разведку и добычу нефти в новых регионах экономически рентабельными и позволят нефтяным компаниям освободить финансовые ресурсы для инвестиционных целей. Это должно привести к ускорению роста добычи нефти, столь чаемое Правительством. Кроме того, решение «отвязать» НДПИ от мировых цен на нефть послужит его целям: воспрепятствовать дальнейшему росту цен на отечественном бензиновом рынке, обусловленному сегодня высоким уровнем мировых цен на нефть.

**Изменения в  
налоговый режим  
будут внесены в  
период 2006-2007 гг.**

Следующее заседание Кабинета по вопросу налогообложения нефтяного сектора назначено на 7 октября, когда свои предложения будут озвучивать представители разных министерств. Изменения в налоговый режим планируется внести в период 2006-2007 гг.

**Финансовые  
результаты ЛУКОЙЛА  
за 2Кв05 по US GAAP  
оказались лучше  
прогнозов,  
капвложения  
продолжают расти**

Из других событий отметим, что компании находятся на пике сезона публикации отчетов. ЛУКОЙЛ и Сибнефть уже опубликовали отчеты за 2-й кв. 2005 г. и за 1-е полугодие 2005 г. по US GAAP, соответственно. Как ожидается, Газпром на этой неделе обнародует финансовые итоги за 1-й кв. 2005 г. по МСФО, хотя в связи со сделкой Газпром/Millhouse возможна отсрочка публикации. Кроме того, ЛУКОЙЛ сделал заявку на приобретение (за \$2 млрд) 100% акций котируемой на бирже в Торонто компании Nelson Resources, которая ведет добычу нефти в Казахстане.

Отчет ЛУКОЙЛА за 2Кв05 по US GAAP оказался лучше ожиданий рынка и наших собственных прогнозов. Особенно бросается в глаза большой скачок в размере выручки (+70% год-к-году), достигшей \$13,6 млрд, что на 12% больше консенсус-прогноза аналитиков, составленного агентством Интерфакс. Также внушительен и рост по EBITDA - +49% год-к-году – составившей \$2,5 млрд, что на 8% больше консенсус-прогноза. Чистая прибыль выросла на 61% и составила \$1,4 млрд, превысив консенсус-прогноз на 2%.

Следует особо отметить, что ЛУКОЙЛУ удается сдерживать рост издержек: совокупные операционные издержки выросли лишь на 6% год-к-году (до \$0,7 млрд), прямые затраты по добыче – на 9% (в абсолютном выражении до \$2,79 на баррель, что относительно немного).

Росту показателя чистой прибыли способствовало снижение эффективной ставки подоходного налога (с 31% во 2Кв04 до 29% во 2Кв05), что обусловило рост суммы подоходного налога только на 45%, до \$0,6 млрд. Несмотря на сокращение эффективной ставки подоходного налогообложения, компания все еще платит налоги по ставке, превышающей установленную законом ставку в 24%.

В целом результаты выглядят позитивными и доказывают способность ЛУКОЙЛА извлекать выгоды из сложившейся благоприятной конъюнктуры на рынке нефти, хотя объем капиталовложений компании все еще вызывает определенную озабоченность. Во 2Кв05 вложения компании в раз-



ведку и добычу выросли еще на 43%, превысив \$0,7 млрд. В результате удельные капиталовложения компании в разведку и добычу подскочили во 2Кв05 на 36%, составив не менее \$4,70/баррель, после их повышения, соответственно, на 24% и 12% в 1Кв05 и 4Кв04. Положительным моментом следует считать дальнейшее снижение (9%) удельных капиталовложений ЛУКойла в нефтепереработку и сбыт, составивших \$3,90/баррель, после снижения этого показателя, соответственно, на 4% и 44% в 1Кв05 и 4Кв04.

**Лукойл выставил оферту на приобретение 100% акций Nelson Resources за \$2 млрд**

Лукойл выставил оферту на приобретение 100% акций Nelson Resources за \$2 млрд. ЛУКойл сообщил также о том, что достиг окончательного соглашения о выкупе с держателями 65% акций Nelson. Предложение, которое соответствует выплате \$2,21 на акцию, отражает 13% дисконт к рыночной цене акций Nelson. Цена, содержащаяся в предложении, соответствует оценке Nelson в \$180,07/бнэ по добыче (2004 г.) и \$12,63/бнэ по доказанным запасам, при этом оценка самой ЛУКойл составляет \$76,87/бнэ по добыче и \$2,45/бнэ по добыче и доказанным запасам, соответственно. Тем не менее, предложенная ЛУКойл оценка Nelson в целом находится на уровне оценки компании PetroKazakhstan, другой компании с листингом на иностранной бирже и активами в Казахстане, компанией CNPC (\$10,70/бнэ по доказанным запасам).

**Сделка была бы выгодной для ЛУКойла, т.к. качество этого актива высокое...**

Мы считаем, что если сделка будет осуществлена в соответствии с выставленной офертой, она будет выгодной для ЛУКойла. Активы Nelson отличаются высоким качеством: нефть реализуется по цене близкой к Brent. Кроме того, в Казахстане действует более мягкий, чем в России, режим налогообложения нефтяных компаний. По оценкам ЛУКойла, в то время как приобретение активов Nelson позволит увеличить объем добычи на 2%, темпы роста чистой прибыли – на 5 п.п.

**... кроме того, она соответствует стратегии ЛУКойла по обеспечению географической диверсификации бизнеса**

Предполагаемая сделка соответствует стратегии ЛУКойла по обеспечению географической диверсификации бизнеса. ЛУКойл планирует увеличить долю нефтедобычи за рубежом в общем объеме добычи с нынешних 4% до 8% к 2007 г. и 15% к 2014 г. В отличие от проекта АЧГ в Азербайджане, где ЛУКойл владел миноритарной долей участия и в конечном счете в 2003 г. решил выйти из проекта, в данном случае ЛУКойл предполагает полностью контролировать активы Nelson.

**Сибнефть: Результаты за 1П05 US GAAP выше прогноза**

Сибнефть опубликовала результаты по US GAAP за первую половину 2005 г., которые оказались весьма положительными. Прибыль увеличилась на 43% год-к-году до \$5,73 млрд против прогноза Bloomberg в \$5,57 млрд, что явилось результатом исключительного роста цен на нефть (в 1П05 цена Юралс поднялась на 46% до \$45,54/баррель), в то время как объемы добычи компании остались на прежнем уровне.

На показатель EBITDA повлияли разнонаправленные факторы. С одной стороны, компании удалось сохранить под контролем операционные и административно-хозяйственные расходы – они выросли соответственно на 31% до \$1,22 млрд и на 22% до \$0,72 млрд. С другой стороны, сумма уплаченных налогов (помимо подоходного) увеличилась на 91% до \$1,80 млрд из-за высоких международных цен на нефть (экспортные пошлины и налог на добычу природных ресурсов, которые составляют львиную долю выплачиваемых компанией налогов помимо подоходного, привязаны к цене на нефть Юралс). Под влиянием этих факторов показатель EBITDA вырос на 29% до \$1,94 млрд, что значительно превысило прогноз, равнявшийся \$1,83 млрд.

Увеличению чистой прибыли на 44% до \$1,42 млрд (против прогноза а \$1,34 млрд) способствовал меньший рост подоходного налога (увеличение на 32% до \$0,46 млрд). Фактическая ставка подоходного налога снизилась до установленных законом 24% с 26% в 1П04 и на целых 39% по сравнению с 2004 г. в целом. В нашем комментарии относительно годовых результатов Сибнефти по US GAAP за 2004 г., мы отметили, что вы-



сокая фактическая ставка подоходного налога получилась в результате выплат задолженности по налогам за предыдущие периоды.

В качестве негативного фактора следует отметить увеличение оборотного капитала на \$219 млн, что замедлило рост денежного потока в основной деятельности компании.

Что касается капвложений, то они увеличились на 70% за счет роста инвестиций в разработку и эксплуатацию месторождений до \$1,68/баррель – таким образом компания пытается увеличить объем добычи, долгое время остававшийся неизменным, однако эта цифра все еще ниже среднего показателя в отрасли. Следует подчеркнуть, что компания выделяла недостаточно средств на инвестиции, т.к. ее бывшие основные акционеры старались направить максимум средств на выплату дивидендов.

## Газпром

### Илл. 54. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	33.916	42.926	44.111	44.178
ЕБИТДА, млн. \$	13.128	18.243	17.519	17.327
Чистая прибыль, млн. \$	7.142	8.553	8.580	8.919
P/E	16,8	14,0	14,0	13,4
EV/ЕБИТДА	10,8	7,8	8,1	8,2
Капитализация, млн. \$	126.264			
EV, млн. \$	142.032			
Добыча, млрд. куб. см	3.464			
Запасы, млрд. куб. м	105.816			
Количество акций, млн.	23.674			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 55. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

- Монополист на российском рынке газа
- Значительная доля выручки приходится на экспорт (65-70%)
- Занимает сильную позицию на европейском газовом рынке

#### Слабые стороны

- Низкие цены на газ на внутреннем рынке
- Медленный прогресс в улучшении операционной эффективности
- Двойной рынок торговли акциями компании

#### Возможности

- Новые проекты строительства экспортных газопроводов
- Постепенный рост внутренних цен на газ
- Возможность снятия ограничения торговли акциями в ближайшее время

#### Угрозы

- Расследование серых схем владения акциями компании
- Нехватка денежных средств для финансирования масштабных инвестиционных проектов

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 56. Основные события

Дата	Событие
Сентябрь 2	<b>Газпром еще не принял решения о покупке Сибнефти и имеет планы по приобретению целого ряда нефтяных и нефтеперерабатывающих активов</b> Газовая монополия пока не приняла окончательного решения о покупке Сибнефти. Агентство приводит следующее высказывание Медведева: «Сибнефть находится в списке активов на приобретение, то есть один из кандидатов на приобретение». «Это не означает, что наши планы в нефтяном секторе ограничиваются только этим», - отметил Медведев. Судя по его словам, в самое ближайшее время Газпром намерен сделать ряд приобретений нефтяных и нефтеперерабатывающих активов как в России, так и за рубежом, причем без политического риска. По словам Медведева, Газпром рассматривает также возможность вывода акций компании на одну из американских фондовых бирж, но для этого понадобится 2-3 года.
Сентябрь 16	<b>Дочерняя компания Газпрома намерена обанкротить ЮКОС ?</b> Как сообщили «Ведомости» и «Moscow Times», в деле ЮКОСа произошел неожиданный поворот - судя по всему, компания получила уведомление от дочки Газпрома Оренбурггеофизики о подаче против нее иска о банкротстве в Московский арбитражный суд. Согласно статьям, Оренбурггеофизика потребовала от ЮКОСа выплаты 1,7 млн. рублей (примерно 60000 долл.) (!) за разведывательные работы, выполненные газпромовской дочкой для нефтяной компании в 2003 г. В своем письме Оренбурггеофизика обещает прекратить судебное преследование, если ЮКОС добровольно расплатится по своим долгам, как сообщают «Ведомости». Это ситуация прозвучала нереальной даже для Газпрома, который опроверг любые утверждения о том, что такой иск вообще подавался. По сообщению газеты Ведомости, представитель Газпрома Сергей Куприянов сказал, что такой иск не подавался и подаваться не будет.
Сентябрь 19	<b>Газпром опубликовал шорт-лист компаний-pretендентов на разработку Штокмана</b> Газпром обнародовал шорт-лист компаний-кандидатов на участие в проекте по разработке Штокмановского месторождения. Из 11 компаний, включенных в предварительный список, Газпром отобрал 5. Это норвежские Statoil и Hydro, американские Chevron и ConocoPhillips и французская Total. В 1-м квартале 2006 г. Газпром намерен выбрать 2-3 компании-партнера для участия в проекте. Включение в шорт-лист норвежских и американских компаний, с нашей точки зрения, вполне закономерно. Мы по-прежнему считаем, что у норвежских компаний есть хорошие шансы войти в состав консорциума партнеров Газпрома по разработке Штокмана: обе компании обладают технологиями и опытом по разработке аналогичных проектов. Что же касается американских компаний, то им Газпром, возможно, хочет отвести роль партнера по сбыту на рынке США СПГ, который будет производиться из добытого на Штокмане газа.
Сентябрь 28	<b>Альфа-Банк пересматривает рекомендации по акциям Газпрома, Татнефти и Ритека</b> В настоящий момент мы пересматриваем рекомендацию по акциям Газпрома (как внутренним, так и АДА) в связи с пересмотром нашей финансовой модели по компании. Пересматриваются также расчетные цены и рекомендации по акциям Татнефти (обыкновенные и привилегированные акции) и Ритека.
Сентябрь 30	<b>Рабочая группа Газпрома подтверждает объявленные ранее сроки либерализация рынка акций монополии</b> На состоявшемся заседании Рабочей группы Газпрома по либерализации рынка акций компании было принято решение в течение нескольких дней представить на рассмотрение правительства пакет предложений по изменению нормативных актов, обеспечивающих снятие ограничений на приобретение акций Газпрома нерезидентами. Либерализация рынка акций газовой монополии должна быть завершена до конца года, говорится в пресс-релизе Газпрома. Предпринимаемые Газпромом шаги - явный признак того, что государство твердо намерено осуществить либерализация внутреннего рынка акций в объявленные ранее сроки. Удастся ли это сделать - покажет время.

Источник: оценки Альфа-Банка

**ЛУКОЙЛ**
**Илл. 57. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	34.058	36.096	32.880	31.586
ЕБИТДА, млн. \$	7.109	6.858	6.383	6.649
Чистая прибыль, млн. \$	4.248	4.376	4.034	4.394
P/E	12,1	11,8	12,8	11,7
EV/ЕБИТДА	7,6	7,9	8,5	8,2
Капитализация, млн. \$	51.459			
EV, млн. \$	54.276			
Добыча, млн. бнэ	664			
Запасы, млн. бнэ	20.072			
Количество акций, млн.*	851			

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 58. Краткий обзор компании**
**Сильные стороны**

- Значительные доказанные запасы нефти и газа (20,1 млрд. баррелей)
- Независимые экспортные маршруты из района Каспийского моря и Тиман-Печоры, мощностью в 20 млн. тонн

**Слабые стороны**

- Медленный прогресс в улучшении операционной эффективности (издержки на добычу барреля – \$2,5)
- Умеренные планы по темпу роста добычи (3-4%)

**Возможности**

- Развитие активов в странах Восточной Европы (30% перерабатывающих мощностей)
- Программа реструктуризации повысит эффективность капитальных и операционных издержек
- Вход иностранного стратегического инвестора

**Угрозы**

- Возможно, что большие капвложения не принесут ожидаемых результатов
- Зависимость от внутреннего рынка нефти

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 59. Основные события**

Дата	Событие
Сентябрь 20	<b>Прогноз отчета ЛУКОЙЛА (ДЕРЖАТЬ, \$49,27) за 2Кв05 по US GAAP</b> В объявлении, размещенном на web-сайте компании, сообщается, что в ходе Интернет-конференции с комментариями по финансовым результатам за 1П05 и прогнозом на будущее выступят топ-менеджеры ЛУКОЙЛА, в т.ч. вице-президент Л. Федун, начальник Департамента стратегического планирования и инвестиционного анализа А. Гайдамака, заместитель Главного бухгалтера И. Козырев, начальник Отдела по отношениям с инвесторами Г. Красовский. Интернет-конференцию будет вести Л. Федун. Если говорить о нашем прогнозе финансовых результатов, то мы надеемся увидеть довольно высокие показатели, являющиеся следствием высоких цен на мировом и внутреннем рынках, которые, по нашим оценкам, с лихвой компенсировали и потери от повышения экспортных пошлин и ставки НДС, и рост издержек компании.
Сентябрь 21	<b>Финансовые результаты ЛУКОЙЛА за 2Кв05 по US GAAP оказались лучше прогнозов, капвложения продолжают расти</b> Отчет ЛУКОЙЛА за 2Кв05 по US GAAP оказался лучше ожиданий рынка и наших собственных прогнозов. Особенно бросается в глаза большой скачок в размере выручки (+70% год-к-году), достигшей \$13,6 млрд, что на 12% больше консенсус-прогноза аналитиков, составленного агентством Интерфакс. Также внушительен и рост по ЕБИТДА - +49% год-к-году – составившей \$2,5 млрд, что на 8% больше консенсус-прогноза. Чистая прибыль выросла на 61% и составила \$1,4 млрд, превывсив консенсус-прогноз на 2%. Следует особо отметить, что ЛУКОЙЛУ удается сдерживать рост издержек: совокупные операционные издержки выросли лишь на 6% год-к-году (до \$0,7 млрд), прямые затраты по добыче – на 9% (в абсолютном выражении до \$2,79 на баррель, что относительно немного).

Источник: оценки Альфа-Банка



## Сибнефть

### Илл. 60. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	9.265	10.637	9.695	9.264
EBITDA, млн. \$	3.242	2.846	2.490	2.386
Чистая прибыль, млн. \$	2.046	2.197	1.820	1.747
P/E	8,3	7,8	9,4	9,8
EV/EBITDA	5,4	6,1	7,0	7,3
Капитализация, млн. \$	17.069			
EV, млн. \$	17.377			
Добыча, млн. бнэ	260			
Запасы, млн. бнэ	4.827			
Количество акций, млн.	4.741			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 61. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

- Высокая операционная рентабельность
- Наиболее современный НПЗ в России (глубина переработки 82%)
- Доступ на Московский розничный рынок путем 38% доли в Московском НПЗ

#### Слабые стороны

- Низкая доля акций, обращающихся на рынке, 8%
- Риск налоговых штрафов, учитывая что в прошлом компания была одной из наиболее агрессивных пользователей схем по минимизации налогов

#### Возможности

- Продажа доли в компании стратегическому инвестору
- Увеличение операционной эффективности в Славнефти

#### Угрозы

- Длительные переговоры с Юкосом по разделению
- Рост налоговой нагрузки при возможном введении дифференцированной ставки налога на добычу

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 62. Основные события

Дата	Событие
Сентябрь 13	<p>Акционеры Сибнефти утвердили дивиденды за 2004 г., но отклонили принятие поправки в Устав об обязательном выкупе долей миноритариев</p> <p>Сибнефть провела ежегодное общее собрание акционеров с явкой 96.67%. Как и ожидалось, акционеры одобрили дивиденд за 2004 г., объем которого составил 2,3 млрд. долл. или по 13,91 рублей (\$0.48) на акцию. Право на получение дивиденда было установлено 27 августа. Также, тоже не совсем неожиданно, акционерам не удалось восстановить статью Устава, согласно которой любой владелец 30 и более процентов акций Сибнефти обязан предложить выкупить акции мелких акционеров по цене не ниже средней рыночной. По сообщению «Ведомостей», немногим более 20% акций проголосовали за внесение поправки, более 10% - против и 65.7% воздержались от голосования.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

## Сургутнефтегаз

### Илл. 63. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	12.841	16.148	14.892	14.174
EBITDA, млн. \$	4.057	4.094	3.965	4.039
Чистая прибыль, млн. \$	2.503	2.406	2.211	2.197
P/E	16,0	18,0	19,6	19,7
EV/EBITDA	5,3	5,3	5,4	5,3
Капитализация, млн. \$	46.649			
EV*, млн. \$	21.540			
Добыча, млн. бнэ	522			
Запасы, млн. бнэ	8.750			
Количество акций, млн.	43.428			

Прим.: \* Не включает стоимость собственных акций, принадлежащих дочерней компании

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 64. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

- Низкая величина отношения долга к собственному капиталу (0.05)
- Почти 80% выручки в валюте

#### Слабые стороны

- Низкая доля чистой прибыли, направляемой на дивиденды (3-4%)
- НПЗ компании – один из наиболее устаревших в России (глубина переработки 54%)
- Низкий уровень корпоративного управления и прозрачности

#### Возможности

- Освоение новых запасов нефти в Восточной Сибири
- Модернизация НПЗ Кинешк к 2008 г. (\$800 млн.)

#### Угрозы

- Непрозрачная структура владения компанией позволяет манипулировать крупным пакетом из 47% акций, находящимся в резерве
- Введение квот на экспорт нефти в СНГ и экспорт нефтепродуктов

Источники: оценки Альфа-Банка





## ЮКОС

## Илл. 65. Основные события

Сентябрь 29 **Иск иностранных кредиторов ЮКОСа признан Московой**  
 Московский арбитражный суд поддержал июньское решение Высокого суда Лондона относительно иска на сумму в \$482 млн, поданного против ЮКОСа несколькими иностранными банками. Этот иск касается займа в \$1 млрд, предоставленного ЮКОСу в 2003 г. После вынесения приговора Лондонским судом, банки обратились в Московский суд, требуя признания и исполнения решения иностранного суда. Московский арбитражный суд постановил, что отсутствие межправительственных соглашений между Россией и Великобританией не может служить препятствием к исполнению приговоров иностранных судов. Сумма иска была уменьшена до \$475 млн с учетом выплаты ЮКОСом \$17,6 млн и начисленных пеней за задержку платежа.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Энергетика

Роман Филькин, (7 095) 783-5009

*Примечание: Альфа-Банк является консультантом РАО ЕЭС по вопросам реструктуризации и поэтому не может давать рекомендации по акциям энергетических компаний.*

## РАО ЕЭС

## Илл. 66. Основные события

Дата	Событие
Сентябрь 1	<b>НРК продает свой 3% пакет в РАО ЕЭС</b> Согласно опубликованному в Ведомостях интервью главы Национальной Резервной Корпорации Александра Лебедева, НРК намерено продать свой порядка 3% пакет в РАО ЕЭС. Лебедев выразил свое разочарование в продвижении реформы электроэнергетики, поскольку, с его точки зрения, государство препятствует ее завершению. Согласно Лебедеву, у НРК были предложения от ряда иностранных и российских инвесторов на ее пакет в РАО ЕЭС, однако НРК видит трудности в реализации столь большого количества акций. В то же время, принимая во внимание тот факт, что акции РАО ЕЭС в течение последнего месяца торговались значительно хуже рынка, мы считаем, что НРК уже могло продать принадлежащий ей пакет.
Сентябрь 2	<b>Совет директоров РАО ЕЭС сегодня рассмотрит продажу Таймырэнерго</b> Состоялось заседание Совета директоров РАО ЕЭС, среди рассматриваемых вопросов наиболее важным является вопрос потенциальной продажи Таймырэнерго (100% дочка РАО ЕЭС). Ранее Комитет РАО ЕЭС по стратегии и реформированию и Межведомственная Правительственная Комиссия в целом поддержали продажу Таймырэнерго (без одобрения цены и условий продажи), и мы считаем, что сегодня Совет директоров также поддержит реализацию этих активов.
Сентябрь 12	<b>РАО ЕЭС выступает за установление тарифов с учетом реальной инфляции</b> Глава РАО ЕЭС Анатолий Чубайс выступил с предложением к правительству по установлению тарифов энергохолдинга исходя из реального уровня инфляции с 2007 года. С 2003 года, предельные уровни тарифов на электроэнергию для РАО ЕЭС устанавливаются исходя из прогнозного значения инфляции (на 2005 и 2006 год предельный уровень роста тарифов на электроэнергию установлен на 1 пп.т. ниже ожидаемой инфляции, то есть 8,5% и 7,5% соответственно). В результате, превышение реальной инфляции над прогнозным значением негативно сказывается на финансовых результатах РАО ЕЭС.
Сентябрь 14	<b>Правительство определится с продажей тепло-ОГК к 1кв06, будет обсуждать переход Гидро-ОГК на единую акцию в 2006</b> Согласно заявлению представителя МЭРТ Максима Быстрова, Правительство определится с приватизацией доли РАО ЕЭС в тепло-ОГК не позднее 1кв06 после завершения перехода на единую акцию двух первых ОГК (ОГК-5 и ОГК-3). Приватизация пилотных ОГК предполагается Комплексным Планом Реформирования Электроэнергетики, все еще находящемся на обсуждении в Аппарате Правительства. Однако согласно Быстрову, решение о продаже пилотных ОГК скорее всего будет сделано без принятия решения по Комплексному плану прямой директивой Премьер-министра Михаила Фрадкова на Совет директоров РАО ЕЭС.
Сентябрь 20	<b>Комитет РАО ЕЭС обсудит вопросы формирования ГидроОГК, конвертацию префов РГК</b> Комитет РАО ЕЭС по стратегии и реформированию обсудит два важных вопроса реформы электроэнергетики: (1) модель формирования ГидроОГК как единой операционной компании и (2) судьбу привилегированных акций региональных генерирующих компаний (РГК, выделенных из АО-Энерго) в процессе формирования ТГК. Согласно информации в СМИ, РАО ЕЭС планирует начать переход ГидроОГК на единую акцию путем присоединения к ней 100% дочерних ГЭС. Однако, переход на единую акцию с ГЭС, имеющих миноритарных акционеров, скорее всего будет отложен до принятия решения о способе сохранения контрольного пакета государства в ГидроОГК после разделения РАО ЕЭС в 2006-2007 гг.
Сентябрь 22	<b>Комитет РАО ЕЭС поддержал предложение о конвертации привилегированных акций РГК в обыкновенные бумаги ТГК</b> На состоявшемся заседании Комитета РАО ЕЭС по стратегии и реформированию обсуждался вопрос о дальнейшей судьбе привилегированных акций региональных генерирующих компаний (РГК), выделяемых из АО-энерго, в процессе формирования территориальных генерирующих компаний (ТГК). Комитет поддержал предложение о конвертации привилегированных акций РГК в обыкновенные акции ТГК при слиянии РГК с ТГК. Однако не принял решения по коэффициенту конвертации.
Сентябрь 30	<b>Четыре АО-Энерго пройдут процесс реорганизации 1 октября</b> Согласно плану реформирования РАО ЕЭС завтра 1 октября четыре АО-Энерго – Ленэнерго, Колэнерго, Красноярскэнерго и Вологдаэнерго – пройдут процесс разделения по сферам деятельности. Генерирующие активы, магистральные сети (за исключением Ленэнерго) и сбытовые подразделения будут выделены в отдельные компании, а акционеры этих компаний (по состоянию на 1 октября) получат пропорциональные доли. Таким образом, начиная с 1 октября, указанные АО-Энерго под своим брендом на рынке будут представлять только сетевых активы

Источник: оценки Альфа-Банка



## Мосэнерго

### Илл. 67. Основные события

Дата	Событие
Сентябрь 6	<b>Газпромбанк просит правительство поддержать обмен сетевых активов на долю в Мосэнерго</b> Согласно Ведомостям, Председатель Правления Газпромбанка Андрей Акимов послал письмо премьер-министру Михаилу Фрадкову с просьбой поддержать обмен пакетов акций в компаниях, выделенных в ходе реорганизации Мосэнерго на акции Мосэнерго, принадлежащие РАО ЕЭС. С учетом 25% доли Газпромбанка в столичных энергоактивах, по нашей оценке Газпромбанк в ходе обмена может претендовать на 25-35% пакет в Мосэнерго. Таким образом, если обмен состоится, Газпромбанк (и соответственно Газпром) получит контрольный пакет в крупнейшей теплогенерирующей компании России (ТГК-3) с мощностями в 10,8ГВт.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Ленэнерго

### Илл. 68. Основные события

Сентябрь 8	<b>Налоговые органы требуют с Ленэнерго \$13 млн. налогов на абонентную плату РАО ЕЭС</b> Согласно Ведомостям, в начале этого года региональное УФНС Санкт-Петербурга предъявили Ленэнерго претензии на сумму порядка \$13 млн. доначисленных за 2003 год. ФНС сочла уплаченную Ленэнерго РАО ЕЭС абонентную плату (\$53 млн.) безвозмездной финансовой помощью энергохолдингу и доначислила на эту сумму налоги, в то время как Ленэнерго отнесло абонентную плату на расходы компании, как и остальные «дочки» РАО ЕЭС. Ленэнерго не согласилось с решением ФНС, Суд должен рассмотреть это дело 12 Октября.
------------	---

Источник: оценки Альфа-Банка

**Телекомы**

Андрей Богданов, (7 095) 795-3613,  
Светлана Суханова, (7 095) 795-3742

*Альфа-групп имеет финансовые интересы в Вымпелком Коммьюникейшнз. Оценки аналитиков отражают их личную точку зрения и не зависят ни от цен акций анализируемых компаний, ни от инвестиционных сделок, осуществляемых Альфа-групп в интересах Вымпелком Коммьюникейшнз.*

АФК «Система» сообщила условия консолидации своих телекоммуникационных активов.

**Илл. 69. Компоненты оценки, \$ млн**

	Значение для Системы	Значение для МГТС
МГТС	650,1	
Комстар до IPO	49,2	49,2
Операторы местных систем телефонной связи (ОМСТС)	245,4*	197,4**
Всего	944,7	246,6
Доля в Комстар-ОТС после сделки	79,3%	20,7%

Источник: АФК «Система»

Примечание: \* Включая 48% МТУ-Информ, 70% МТУ-Интел и 40% of Telmos

\*\* Включая 51% МТУ-Информ, 30% МТУ-Интел и 40% of Telmos

**Оценка коэффициентов обмена в Комстар ОТС вызывает вопросы**

Эта оценка на первый взгляд кажется немного неожиданной, особенно для ОМСТС. Стоимость «Системы» в ОМСТС составила \$48 млн - выше, чем у МГТС, что предполагает (если пренебречь 3%-ной разницей в размере долей в МТУ-Информ) оценку почти в \$120 млн для МТУ-Интел, который в 2004 г. получил прибыль в размере \$63 млн и отрицательный ЕБИТ (в 1П05 МТУ-Интел вместе с Голден Лайн получили \$51,3 млн прибыли и ЕБИТ в \$5,2 млн). Также, стоимость Комстар ОТС после сделки была определена в \$1,2 млрд, что ниже даже текущего рыночного потолка МГТС в \$1,5 млрд.

**Если оставить в стороне вопрос с коэффициентами обмена, то слияние МГТС и Комстара будет выгодным для обеих сторон**

Судя по данной оценке, «Система» фактически принуждает МГТС и нескольких ОМСТС к консолидации с Комстар ОТС, причем ее доля в Комстаре после сделки составит почти 80%. Если оставить в стороне вопрос с коэффициентами обмена, это слияние (и последующее IPO) должны оказаться благоприятными для акционеров МГТС, поскольку они наконец получат доступ к денежным потокам, которые сейчас минуют компанию, напр. МТУ-Информ получает прибыль за счет услуг ADSL, предоставляемых на базе принадлежащего МГТС оборудования «последней мили».

**Коэффициенты обмена следует рассматривать как инструмент достижения благоприятной для Системы оценки**

Это слияние (которое устранил блокирующее меньшинство, принадлежащее в МГТС Связьинвесту), с нашей точки зрения, также увеличит капвложения «Системы» в МГТС, необходимые для модернизации устаревшей московской сети МГТС (уровень ее цифровизации не превышает 20%), и позволит ей упрочить конкурентные позиции. IPO Комстар будет иметь положительные последствия и для «Системы» благодаря не только предполагаемому благоприятному коэффициенту обмена, но также и возможности в определенной степени реализовать часть стоимости активов, не имевших до сих пор биржевой котировки.

Таким образом, мы полагаем, что оценку активов «Системы» в сфере проводной связи следует рассматривать скорее как технический инструмент для достижения благоприятного (для «Системы») коэффициента обмена в Комстар ОТС после сделки, а не как точное указание на то, сколько не относящиеся к «Системе» (т.е. МГТС) меньшинства получат в деньгах или акциях в результате сделки.

Очевидно, что основной проблемой остается то, как поступят с миноритариями МГТС в случае интеграции компании в Комстар ОТС. Хотя тео-



ретически все может быть, мы не думаем, что повторится ситуация с приобретением «Системой» МГТС в 1990-х во время инвестиционного тендера, когда «Система» разводила акции Связьинвеста и миноритариев за счет дополнительных эмиссий акций. Мы полагаем, что миноритариям МГТС будет предложено продать акции по цене не ниже рыночной или обменять их на акции Комстар ОТС, что позволит им извлечь выгоду из вышеупомянутого слияния.

## Операторы мобильной связи

### МТС

#### Илл. 70. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	3.887	5.107	5.996	6.269
EBITDA, млн. \$	2.095	2.627	3.196	3.383
Чистая прибыль, млн. \$	1.023	1.214	1.567	1.660
P/E	14,9	12,6	9,7	9,2
EV/EBITDA	8,5	6,8	5,6	5,3
Капитализация, млн. \$	15.269			
EV, млн. \$	17.835			
Число абонентов, '000	34			
Кол-во акций, млн.	399			

Источники: оценки Альфа-Банка

#### Илл. 71. Краткий обзор компании

<b>Сильные стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Прочное финансовое положение</li> <li>• Лицензии покрывают практически всю территорию России (87 регионов из 89)</li> </ul>
<b>Слабые стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Относительно небольшое количество акций в свободном обращении</li> <li>• Возможное избыточное предложение бумаг в следствии продажи ДТ доли в МТС</li> </ul>
<b>Возможности</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Расширение на рынки СНГ (и разумные затраты на это)</li> <li>• Включение в индекс MSCI</li> </ul>
<b>Угрозы</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Введение Резерва универсального обслуживания</li> </ul>

Источники: оценки Альфа-Банка

#### Илл. 72. Основные события

Дата	Событие
Сентябрь 15	<p><b>МТС предложила своим российским абонентам сервис i-mode</b></p> <p>МТС начала предоставлять российским абонентам сервис i-mode, став 11-м партнером японской компании NTT DoCoMo, разработавшей эту технологию. Технология i-mode – это Интернет-платформа для устройств мобильной связи, которую используют во всем мире около 50 млн человек. ARPU от услуг i-mode в Европе составляют около \$5, охват этим сервисом абонентов, имеющих принципиальную техническую возможность его использования, составляет около 5%. В среднесрочном плане мы оцениваем средний ARPU по этому сервису для России примерно на уровне \$4.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

## ВЫМПЕЛКОМ

#### Илл. 73. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	2.147	3.243	3.802	4.176
EBITDA, млн. \$	1.023	1.512	1.895	2.061
Чистая прибыль, млн. \$	350	580	766	829
P/E	25,1	15,2	11,5	10,6
EV/EBITDA	9,9	6,7	5,3	4,9
Капитализация, млн. \$	8.808			
EV, млн. \$	10.083			
Число абонентов, '000	27			
Кол-во акций, млн.	205			

Источники: оценки Альфа-Банка

#### Илл. 74. Краткий обзор компании

<b>Сильные стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Теленор и Альфа Груп в качестве стратегических инвесторов</li> </ul>
<b>Слабые стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Самый низкий ARPU среди "Большой тройки"</li> <li>• Нет выхода на некоторые регионы Дальнего Востока</li> </ul>
<b>Возможности</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Расширение на рынки СНГ, лицензия на Дальний Восток</li> <li>• Дальнейшая конвергенция маржи и рентабельности с МТС</li> <li>• Включение в индекс MSCI Russia</li> </ul>
<b>Угрозы</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Введение Резерва универсального обслуживания</li> <li>• Несправедливое отношение регулятора</li> </ul>

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 75. Основные события**

Дата	Событие
Сентябрь 15	<p><b>Акционеры Вымпелкома проголосовали за приобретение украинского оператора мобильной связи</b></p> <p>Акционеры Вымпелкома проголосовали за приобретение компании «Украинские Радиосистемы» (WellCom). На состоявшемся внеочередном собрании участвовали около 80% акционеров Вымпелкома. Из них за приобретение украинской компании проголосовали 51,2% (в т.ч. 89,3% миноритарных акционеров), против – 27,9% (доля Tele2 в голосующих акциях 26,6%). Мы положительно оцениваем решение акционеров и полагаем, что выход на украинский рынок позволит Вымпелкому остаться на позициях лидера отрасли не только в России, но и на рынках СНГ.</p>
Сентябрь 19	<p><b>Совет директоров Вымпелкома утвердил решение внеочередного собрания акционеров о приобретении компании «Украинские Радиосистемы», но отказался дать менеджменту конкретные поручения по осуществлению сделки</b></p> <p>Совет директоров Вымпелкома большинством голосов утвердил решение о приобретении компании «Украинские Радиосистемы», принятое на последнем внеочередном собрании акционеров, и отклонил проекты двух других решений, касающихся последующих шагов президента по осуществлению данной сделки. Конкретно речь идет о поручении менеджменту либо приступить к реализации сделки, либо обеспечить 80%-ное голосование «за» членами совета директоров. По словам президента компании, теперь планам Вымпелкома завершить переговоры о приобретении «Украинских Радиосистем» могут помешать только какие-либо судебные иски, поскольку решение общего собрания акционеров утверждено директорами. Напомним, что в состоявшемся 14 сентября внеочередном общем собрании участвовали около 80% акционеров Вымпелкома, из них 51,2% проголосовали за приобретение (в т.ч. 89,3% миноритариев), против – 27,9% (кроме Tele2, владеющего 26,6% акций, против проголосовало небольшое число акционеров).</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

## Операторы альтернативной связи Голден Телеком

**Илл. 76. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	584	761	948	1,131
EBITDA, млн. \$	171	229	288	345
Чистая прибыль, млн. \$	65	96	125	150
P/E	17.1	11.5	8.9	7.4
EV/EBITDA	6.2	4.6	3.7	3.1
Капитализация, млн. \$	1,108			
EV, млн. \$	1,058			
Кол-во акций, млн.	36			

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 77. Краткий обзор компании**

<b>Сильные стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Самый большой альтернативный оператор в России</li> <li>Широкая представленность на региональном рынке и Украине</li> </ul>
<b>Слабые стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Относительно низкая ликвидность</li> <li>Ограниченная транспортная инфраструктура</li> </ul>
<b>Возможности</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Дальнейшее расширение в регионы и страны СНГ</li> <li>Национальная лицензия дальней связи</li> <li>Рост рентабельности вследствие улучшения управления</li> </ul>
<b>Угрозы</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Увеличение платежей Ростелекому за аренду каналов связи</li> </ul>

Источники: оценки Альфа-Банка



## Операторы традиционной связи

## Связьинвест

## Илл. 78. Основные события

Дата	Событие
Сентябрь 8	<b>Законопроект о приватизации Связьинвеста представлен в Администрацию Президента, нейтрально</b> По сообщениям информационных агентств, законопроект о приватизации Связьинвеста утвержден правительством и направлен на рассмотрение Администрации Президента. Мы полагаем, что следующим шагом будет одобрение законопроекта Президентской Администрацией и его передача на утверждение Президента. Эти давно ожидавшиеся события уже нашли отражение в цене акций холдинга и, таким образом, нейтральны для их динамики. Мы не ожидаем приватизации Связьинвеста ранее середины 2006 года и пока подтверждаем наши расчетные цены и рекомендации в отношении его дочерних компаний, которые мы включаем в нашу аналитику.
Сентябрь 23	<b>Связьинвест пролоббирует исключение своих дочек из списка естественных монополий, положительно</b> По словам президента Связьинвеста Валерия Яшина, холдинг полагает, что его дочки – региональные телекоммуникационные компании и Ростелеком – должны быть исключены из списка естественных монополий, что означает отмену государственного регулирования тарифов. Принимая во внимание, что уровень распространенности мобильной связи в России уже составляет около 75% и превышает 125% на Московской территории, региональные телекоммуникационные компании вряд ли могут считаться естественными монополиями, по крайней мере, в некоторых регионах. Ситуация с Ростелекомом не настолько ясна, поскольку он все еще занимает ведущие позиции на рынке междугородных переговоров. С другой стороны, тарифы традиционного оператора подлежат государственному контролю или регулированию в большинстве стран мира.

Источник: оценки Альфа-Банка

## МГТС

## Илл. 79. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	481	562	638	707
ЕБИТДА, млн. \$	168	202	229	257
Чистая прибыль, млн. \$	75	99	114	131
P/E	21.5	16.2	14.1	12.2
EV/ЕБИТДА	10.1	8.4	7.4	6.6
Капитализация, млн. \$	1,538			
EV, млн. \$	1,699			
Используется линий, '000	4,196			
Кол-во акций, млн.	96			

Источники: оценки Альфа-Банка

## Илл. 80. Краткий обзор компании

<b>Сильные стороны</b>	
<b>Слабые стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Доступ к последней миле в Москве</li> <li>• Одна из самых устаревших сетей среди МРК</li> <li>• Низкие доходы от дальней связи</li> <li>• Отсутствие контроля над альтернативным оператором АФК "Система"</li> </ul>
<b>Возможности</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Пересмотр соглашений с Ростелекомом о расчетах за дальнюю связь</li> </ul>
<b>Угрозы</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Потеря сегмента малого и среднего бизнеса альтернативным операторам</li> <li>• Высокая стоимость цифронизации сети</li> <li>• Неспособность нового генерального директора показывать высокие результаты</li> </ul>

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 81. Основные события**

Дата	Событие
Сентябрь 30	<b>На заседание совета директоров МГТС выносится вопрос о вхождении в состав Комстар-ОТС: мы полагаем, что серьезной угрозы для миноритариев нет</b> Состоялось заседание совета директоров МГТС, на котором обсуждался обмен акций МГТС на бумаги Комстар-ОТС в связи с запланированным на будущий год IPO. Для осуществления обмена Комстар-ОТС должна будет провести допэмиссию своих акций с последующим размещением ее у АФК «Система», которая оплатит бумаги своей долей участия в МГТС. Для утверждения сделки на совете директоров достаточно простого большинства голосов. Затем сделку предполагается вынести на обсуждение внеочередного собрания акционеров МГТС, запланированного на 21 октября.

Источник: оценки Альфа-Банка

**ЦентрТелеком****Илл. 82. Основные события**

Дата	Событие
Сентябрь 23	<b>ЦентрТелеком завершил 2004 г. с чистым убытком по МСФО в размере \$32 млн; норма EBITDA снизилась на 2 п.п.; негативно</b> Тенденции довольно негативны: 2004 г. компания завершила с чистым убытком в \$32 млн, показатель EBITDA снизился на 2% (в основном из-за роста расходов на персонал) до \$179 млн, норма EBITDA – на 2 п.п. год-к-году до 20%. Чистый долг вырос в 1,5 раза до \$772 млн, соотношение Чистый долг/EBITDA – в 2 раза до 4,3 (это самый плохой показатель среди МРК). В настоящее время мы пересматриваем финансовую модель и оценку стоимости компании с учетом ее последних финансовых показателей.

Источник: оценки Альфа-Банка

**Холдинги****Система****Илл. 83. Основные события**

Дата	Событие
Сентябрь 12	<b>АФК «Система» ведет переговоры о приобретении индийского GSM-оператора</b> АФК «Система» продолжает поиск объектов для приобретения на индийском рынке мобильной связи. В настоящее время компания ведет переговоры с Reliance Telecom, оператором в стандарте GSM-900, обслуживающим 8 из 25 индийских регионов (Индия разделена на 25 региональных лицензионных зон). В настоящее время Reliance Telecom обслуживает 1,5 млн абонентов на территории с населением 330 млн человек, что почти вдвое превышает численность населения России. Возможная цена приобретения не раскрывается, но мы можем предположить, что АФК «Система» может заплатить за каждого абонента по \$250-300 плюс некую премию (мы полагаем, в районе \$3-5). Т.о., сумма сделки может составить \$1-1,5 млрд.
Сентябрь 15	<b>АФК «Система» намерена участвовать в конкурсе по Telsim, второго по величине турецкого сотового оператора</b> АФК «Система» намерена участвовать в конкурсе на приобретение Telsim - второго по величине турецкого сотового оператора. С этой целью АФК «Система» зарегистрировала в Турции дочернюю компанию. На торги компанию Telsim выставляет Фонд страхования сберегательных вкладов Турции (государственный фонд получил компанию в управление после ареста активов семьи Узан в 2004 г.). Результаты конкурса станут известны 13-15 декабря. Доля Telsim на турецком рынке мобильной связи составляет около 22% (образно говоря, с точки зрения доли рынка, это своего рода турецкий Мегафон) при уровне проникновения 52% и ARPU менее \$10. По данным Reuters, о своем интересе к Telsim заявили более 15 компаний, в т.ч. Vodafone, Telenor, Hutchinson Whampoa и Etilsat.

Источник: оценки Альфа-Банка





## Металлургия

Максим Матвеев СФА, (7 095) 795-3736,  
Наталья Шевелёва, (7 095) 795-3725

**Опубликованы данные Норильского Никеля о добыче ПМГ; важный шаг на пути к росту прозрачности компании**

Норильский Никель принимает меры к дальнейшему росту степени прозрачности. В сентябре компания наконец-то опубликовала данные о добыче МПГ - металлов платиновой группы (кроме того, в октябре раскрыты данные об объемах продаж МПГ). Из-за прежнего режима секретности данные опубликованы лишь за 1П05. За этот период Заполярный и Кольский филиалы компании (без учета компании Stillwater) добыли 1.483.000 унций палладия и 355.000 унций платины. Объявленный объем добычи палладия примерно на 10% выше нашего прогноза (2,73 млн унций), тогда как добыча платины оказалась на 18% ниже наших оценок (0,85 млн унций). Следующим крупным шагом Норильского никеля в области повышения прозрачности станет публикация данных о запасах МПГ, которую мы ожидаем до конца года.

В сентябре цена акций Норильского Никеля достигла своего максимума за 52 недели (\$82,75), но после резкого падения рынка на прошлой неделе потенциал роста акции до нашей расчетной цены увеличился до 18%. Т.о., мы рекомендуем инвесторам ПОКУПАТЬ акции Норильского Никеля при расчетной цене \$87.

**ОУАК приобрел 46% Erdemir за \$2,8 млрд, что соответствует коэффициенту 2005 г. EV/EBITDA = 9 (против среднего для EM мультипликатора EV/EBITDA = 4)**

В начале октября победителем аукциона по продаже государственной доли в компании Erdemir (крупнейший турецкий производитель плоского стального проката) вышел Пенсионный фонд турецких военных (ОУАК).

Вторую по сумме оферту выставила турецкая компания Eregli Ortak Girisim Grubu. Предложения, сделанные такими крупными игроками на рынке стали, как Mittal, Arcelor, Северсталь и НЛМК, оказались неконкурентными.

ОУАК предложил за 46,1% акций Erdemir \$2,77 млрд, оценив этим компанию в \$6 млрд, что на 80% выше ее рыночной капитализации до объявления о приватизации. Сумма, предложенная за пакет, соответствует коэффициентам EV/EBITDA и EV/Выручка за 2004 г. на уровне 7,4 и 1,8, соответственно. Если взять за основу расчетные показатели EBITDA и выручки на 2005 г., то эти коэффициенты увеличатся до 9 и 1,9, тогда как средний для развивающихся рынков мультипликатор EV/EBITDA по аналогичным компаниям составляет 4,0.

Мы полагаем, что итоги аукциона по Erdemir позитивны для сталелитейной промышленности в целом, т.к. теперь установлена более высокая планка оценки стоимости активов в этой отрасли.

**ЗСМК превратит свои привилегированные акции типа «А» в обыкновенные**

На внеочередном общем собрании акционеры ЗСМК решили конвертировать привилегированные акции типа «А» (числом 604 826) в конвертируемые привилегированные акции (в соотношении 1:1), которые затем будут конвертированы в обыкновенные акции.

Держатели привилегированных акций типа «А», не принявшие участие в голосовании или проголосовавшие против, могут потребовать от ЗСМК выкупить все или часть принадлежащих им привилегированных акций типа «А» по рыночной цене в течение 45 дней с даты принятия решения (19 сентября).

Вновь размещенные конвертируемые привилегированные акции ЗСМК будут конвертированы в обыкновенные акции на седьмой рабочий день после даты, на которую выпуск таковых привилегированных акций будет зарегистрирован Федеральной службой по финансовым рынкам. Означенные привилегированные акции конвертируются в обыкновенные акции также в соотношении 1:1. Вследствие этих изменений количество обычных акций ЗСМК увеличится с 12782723 до 13387549, или на 5%.



Для акций ЗСМК мы сохраняем рекомендацию ДЕРЖАТЬ с расчетной ценой \$140.

## Норильский Никель

### Илл. 84. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	7.033	6.058	5.490	4.917
ЕБИТДА, млн. \$	3.375	2.673	2.231	1.880
Чистая прибыль, млн. \$	1.832	1.399	1.064	765
P/E	8,1	10,6	14,0	19,4
EV/ЕБИТДА	4,4	5,5	6,6	7,8
Капитализация, млн. \$	14.865			
EV, млн. \$	14.728			
Кол-во акций, млн.	201,4			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 85. Краткий обзор компании

<b>Сильные стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Диверсифицированная экспортная выручка</li> <li>Высокая ликвидность по сравнению с другими компаниями этого сектора</li> </ul>
<b>Слабые стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Низкий технологический уровень по сравнению с западными компаниями</li> <li>Социальные расходы превышают 100 млн. долл. в год</li> </ul>
<b>Возможности</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Реализация обновленной программы модернизации</li> <li>Разработка новых проектов по производству металлов (золото и др.)</li> </ul>
<b>Угрозы</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Пересмотр итогов приватизации и реструктуризации</li> <li>Рост налогового бремени</li> </ul>

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 86. Основные события

Дата	Событие
Сентябрь 20	Норильск заплатит 285 млн. долл. за 10,3 млн. унций золота в Якутии «Норильский Никель» подтвердил, что его дочерняя компания «Полус» приобрела несколько золотых месторождений в Якутии через покупку 99,2% «Алданзолото ГРК», 50% «Южно-Верхоянской горнодобывающей компании» и 100% «Якутской горной компании» у Инвестиционной Группы «Алроса». Общие резервы золота (российские категории В+С1) купленных компаний оцениваются в 10,3 млн. унций, включая Куранахское рудное поле (4,1 млн. унций), месторождение Кючус (2,6 млн. унций) и 50% Нежданского месторождения (3,6 млн. унций). Ресурсы, согласно классификации компании (российские категории С2+Р1), оцениваются в 17,8 млн. унций.
Сентябрь 29	Данные Норильского никеля о добыче металлов платиновой группы показывают что добыча палладия на 10% выше нашего прогноза Норильский никель опубликовал данные об объемах добычи металлов платиновой группы (МПГ) за 1П05. В 1П05 Заполярный и Кольский филиалы компании (без учета компании Stillwater) добыли 1.483.000 унций палладия и 355.000 унций платины. Согласно пресс-релизу компании, объемы добычи дают основания рассчитывать на достижение показателей добычи, установленных компанией на 2005 г.: 3 млн унций палладия и 0,7 млн унций платины. Объявленный объем добычи палладия примерно на 10% выше нашего прогноза (2,73 млн унций), в то время как добыча платины оказалась на 18% ниже наших оценок (0,85 млн унций). Учитывая предполагаемые средние цены платины и палладия в 2005 г., этот результат будет соответствовать снижению выручки компании примерно на \$60 млн (1% суммарной выручки).

Источник: оценки Альфа-Банка

## Северсталь

### Илл. 87. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	6.648	6.861	6.763	6.536
ЕБИТДА, млн. \$	2.124	1.921	1.688	1.461
Чистая прибыль, млн. \$	1.401	1.162	969	786
P/E	3,8	4,6	5,5	6,8
EV/ЕБИТДА	2,6	2,9	3,3	3,8
Капитализация, млн. \$	5.336			
EV, млн. \$	5.493			
Кол-во акций, млн.	552			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 88. Краткий обзор компании

<b>Сильные стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Прочное финансовое положение, норма ЕБИТДА (МСБУ) в 2005Е г. - 32%</li> <li>Профессиональная команда руководства</li> </ul>
<b>Слабые стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Долгосрочные контракты ограничивают гибкость компании в условиях растущих цен</li> <li>Значительная зависимость от конъюнктуры мировых рынков стали</li> </ul>
<b>Возможности</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Приобретение активов за рубежом позволит увеличить мощности и укрепит позиции на внешних рынках</li> <li>Проект по выпуску ТБД</li> </ul>
<b>Угрозы</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Низкая ликвидность, объем акций в свободном обращении – около 8%</li> </ul>

Источники: оценки Альфа-Банка

## Евраз

### Илл. 89. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	5.925	6.190	6.385	5.958
ЕБИТДА, млн. \$	2.004	2.075	2.209	1.861
Чистая прибыль, млн. \$	1.084	1.183	1.269	1.046
P/E	5,4	5,0	4,6	5,6
EV/ЕБИТДА	3,2	3,1	2,9	3,5
Капитализация, млн. \$	5.894			
EV, млн. \$	6.494			
Кол-во акций, млн.	355			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 90. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

- Компания контролирует 85% потребностей в руде и 100% - в угле

- Крупнейшая российская группа (21% от производства)

#### Слабые стороны

- Относительно неблагоприятное расположение
- Низкий технологический уровень

#### Возможности

- Программа инвестиционных вложений на 2004-2007 года оценивается в \$1.2 млрд
- Возможные приобретения активов

#### Угрозы

- Введение новых ограничений в США и Европе

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 91. Основные события

Дата	Событие
Сентябрь 22	Евраз будет разрабатывать Денисовское угольное месторождение совместно с японской Mitsui Группа «Евраз» подписала договор о совместной деятельности с японской компанией Mitsui касательно разработки Денисовского угольного месторождения в Якутии. В рамках этого соглашения Евраз продолжит контролировать проект, имея долю в 70%, в то время как Mitsui получит 30%. Завершение сделки ожидается к концу 2005 г. Денисовское месторождение в данный момент в настоящее время находится в стадии разработки и освоения, и Евраз планирует начать поставки угля во 2П06. Запасы месторождения составляют в целом 70-85 млн. тонн высококачественного угля коксующихся марок. Ожидается, что к концу 2008 в рамках проекта будет добываться около 2,4 млн. тонн коксующегося угля в год. Совместное предприятие планирует экспортировать весь добываемый уголь в Азию, в первую очередь в Японию. Капитальные инвестиции в проект оцениваются примерно в 240 млн. долл.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Мечел

### Илл. 92. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	3.636	4.055	4.177	4.339
ЕБИТДА, млн. \$	908	887	828	760
Чистая прибыль, млн. \$	543	512	464	413
P/E	8,3	8,8	9,7	10,9
EV/ЕБИТДА	4,4	4,5	4,9	5,3
Капитализация, млн. \$	4.496			
EV, млн. \$	4.036			
Кол-во акций, млн.	416			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 93. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

- Компания контролирует 90% потребностей в руде и 100% - в угле

- Диверсифицированный портфель продуктов

#### Слабые стороны

- Относительно низкая доходность (04 ЕБИТДА - 25%)
- Низкий технологический уровень (Разлитие в слитки - 82%)

#### Возможности

- Программа инвестиционных вложений на 2005-2009 года оценивается в \$900 млн
- Расширение мощностей по стали и прокату до 8.2 млн тонн и 7.1 млн тонн в 2007П

#### Угрозы

- Введение новых ограничений в США и Европе

Источники: оценки Альфа-Банка



## Машиностроение

Максим Матвеев CFA, (7 095) 795-3736,

### Интеррос передает PAO EЭС контроль над Силовыми Машинами

PAO EЭС объявило, что совет директоров компании обсудит приобретение блокирующего пакета Силовых Машин. По сообщению PAO EЭС, компания рассматривает возможность приобретения 22,4%-ной доли акций Силовых Машин у Интерроса. (При текущем уровне рыночных цен стоимость этой доли составляет около \$100 млн). Это позволит PAO EЭС собрать 25%-ный пакет акций, поскольку 2,6% акций Силовых Машин компания уже контролирует через Ленэнерго. Кроме того, PAO EЭС и Интеррос будут совместно управлять еще 30% акций Силовых Машин, которые в данный момент принадлежат Интерросу.

Насколько мы понимаем, Интеррос продолжает переговоры с Siemens и General Electric касательно продажи блокирующего пакета Силовых Машин. В этом случае Силовые Машины получили бы доступ к самым современным технологиям. С одной стороны, контроль со стороны PAO EЭС может ограничить возможности Силовых Машин в выборе цены при заключении будущих контрактов с PAO, своим основным клиентом, что не будет для «Силовых Машин» благоприятным. С другой стороны, государственный контроль через PAO EЭС может привести к созданию на базе Силовых Машин национальной энергомашкорпорации, что значительно укрепит конкурентоспособность компании.

Однако до конца прошлого месяца решение о приобретении Силовых Машин PAO EЭС не приняло – мы полагаем, это произойдет в течение октября. С нашей точки зрения, продажа блокпакета Силовых Машин Siemens или GE должна стать сильным катализатором ее акций. На данный момент мы сохраняем рекомендацию ДЕРЖАТЬ.

## Объединённые Машиностроительные Заводы

### Илл. 94. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	661	689	716	750
EBITDA, млн. \$	48	52	50	51
Чистая прибыль, млн. \$	4	13	13	14
P/E	54,3	15,1	14,5	13,5
EV/EBITDA	8,1	7,5	7,8	7,6
Капитализация, млн. \$	194			
EV, млн. \$	390			
Кол-во акций, млн.	35			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 95. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

- Позиция монополиста на российском рынке машиностроения; 65% рынка бурового, 90% горнодобывающего оборудования
- Рост ликвидности акций вследствие выпуска АДР 1-ого уровня

#### Слабые стороны

- Низкая рентабельность
- Стоимость компании подорвана неудачей в слиянии с Силовыми Машинами

#### Возможности

- Развитие основного бизнеса в результате реструктуризации, инвестиции в 2003-2008 гг. - 210 млн.долл.
- Приобретения усилят сегмент оборудования для АЭС

#### Угрозы

- Рост реального рубля снижает ценовую конкурентоспособность
- Снижение цен на нефть ниже \$15 заставит нефтяные компании снизить капитальные затраты

Источники: оценки Альфа-Банка



## Илл. 96. Основные события

Дата	Событие
Сентябрь 22	<p>Одно из крупнейших российских машиностроительных предприятий – ОМЗ может в скором времени перейти под контроль государства</p> <p>Один из крупных акционеров ОМЗ - Каха Бендукидзе – рассматривает возможность продажи своей доли участия в капитале компании. Одним из наиболее вероятных покупателей доли Бендукидзе в ОМЗ Ведомости считают Газпромбанк. В настоящее время Бендукидзе с партнерами контролирует около 35% акций ОМЗ (по текущей рыночной цене это около \$60 млн). Еще около 15% акций компании принадлежит Газфонду, поэтому с учетом этих 35% Газпром и контролируемые им компании могут стать владельцами контрольного пакета ОМЗ. Т.о., не исключено, что, в конечном счете, одна из крупнейших российских машиностроительных компаний перейдет под контроль государства. Можно прогнозировать и дальнейшее развитие событий по такому варианту: после получения контроля над Силowymi Машинами (через РАО ЕЭС) и ОМЗ (через Газпром) государство продолжит курс на укрупнение предприятий отрасли и создаст единую государственную машиностроительную корпорацию. Несмотря на то, что под крылом государства ОМЗ будет легче развивать производство оборудования для АЭС, мы не думаем, что переход крупного пакета акций к государству приведет к резкому улучшению ситуации в других производственных сегментах компании, в частности, в производстве спецсталей и горнорудного оборудования. Мы сохраняем рекомендацию ДЕРЖАТЬ по акциям ОМЗ.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

## Пищевая промышленность и розничная торговля

Светлана Суханова, (7 095) 795-3742

Елена Бороденко, (7 095) 795-3692

**Акции Седьмого континента подорожали в сентябре на 42,1%**

Сентябрь был удачным месяцем для Седьмого континента. Компания разместила кредитные ноты на сумму \$90 млн всего лишь под 7,25% годовых. Первоначально намеченная сумма подписки была превышена вдвое, подтвердив, что рынок рассматривает Седьмой континент в качестве надежного заемщика. Кроме того, компания заключила с другой компанией розничной торговли - группой Виктория - закупочный альянс, который позволит ей участникам добиться от поставщиков дополнительных скидок порядка 2-5%. Благодаря позитивным новостям и общей повышательной тенденции рынка цена акций Седьмого континента подскочила в прошлом месяце на 42,1%, до \$24,15. Принимая во внимание превосходные результаты деятельности компании в 1П05, мы повысили нашу расчетную цену по ее акциям до \$24,5 и сохранили нашу рекомендацию ДЕРЖАТЬ.

Выручка Пятерочки увеличилась в 1П05 на 20%, тогда как, по прогнозам, она должна вырасти за год на 45%. GDR компании в сентябре заметно подорожали (+23,3% до \$20,3). Отчасти это объясняется результатами за 1П05, которые рынок посчитал хорошими. Мы, однако, расцениваем отчет за 1П05 скорее как нейтральный или даже нейтрально-негативный. С одной стороны, прибыльность компании значительно увеличилась, но с другой - при объеме продаж всего в 638 млн. долл. рост составил 20% год-к-году, в то время как за тот же период Седьмой Континент показал рост в 46%, а Перекресток - в 55%.

Руководство компании заявило, что доходы за 1П05 составили 40% от планируемого на этот год объема продаж, поскольку в этот период открылось всего 28 новых собственных магазинов из 70, запланированных на 2005 г. Однако в течение только лишь июля и августа были открыты 26 магазинов (включая 17 магазинов «Копейка» в С.-Петербурге), и компания настаивает, что к концу года все же будет достигнуто запланированное количество магазинов. Мы полагаем, что это возможно только за счет дополнительных приобретений других розничных сетей. Общее количество магазинов к 1 сентября 2005 г. достигло 616, при этом 289 являются собственными магазинами, а 327 работают по франшизе в 15 регионах России, на Украине и в Казахстане.



Себестоимость реализованной продукции упала с 79% до 76% от прибыли за счет увеличения покупательной способности и доли продаваемых под частной маркой товаров, которые составили 11% от объема продаж в 1П05 по сравнению с 5% в 1П04. Таким образом, валовая маржа увеличилась с 21,4% до 24,0%, что привело к повышению нормы EBITDA (11,9% против 9,7% год-к-году) и чистой рентабельности (7,4% против 6,4%), которые в прошлом году и так были одними из самых высоких в секторе. EBITDA подскочила на 46% до \$76 млн, а чистая рентабельность выросла на 38% до \$47 млн.

Акции Седьмого Континента более предпочтительны не только потому, что компания растет быстрее, но еще и потому, что в 1П05 она показала более динамичный рост рентабельности (+93% по EBITDA и +79% по чистой прибыли), чем Пятерочка.

**Илл. 97. Пятерочка и Седьмой Континент: Сравнение результатов за 1П05 по МСФО**

	Пятерочка		Изменение %, 1П05/1П04	Седьмой Континент		Изменение %, 1П05/1П04
	млн \$	% от выручки		млн \$	% от выручки	
Выручка	638,18	100%	19,8%	329,7	100%	45,6%
Валовая прибыль	152,90	24%	33,9%	98,5	30%	45,9%
Коммерч. и общехоз. расходы	86,71	14%	25,3%	54,30	16%	60,2%
EBITDA	75,91	12%	46,4%	33,8	10%	93,1%
Чистая прибыль	47,33	7%	38,0%	20,2	6%	78,8%
Валовая прибыль	24,0%		2,5	29,9%		0,1
Норма EBITDA	11,9%		2,2	10,3%		2,0
Норма чистой прибыли	7,4%		1,0	6,1%		1,6
Средняя сумма счета, \$	6,1		8,9%	11,7	10,9	7,7%

Источник: отчеты компании

Учитывая выросшую рентабельность Пятерочки, мы повысили расчетную цену ее акций до \$15,5. Рекомендация прежняя - ПРОДАВАТЬ.

**Альфа-Банк начинает выставлять рекомендации по акциям Лебедянского – расчетная цена \$62,4**

Акции Лебедянского – на третьем месте по доходности бумаг компаний потребительского сектора за прошедший месяц (+19,1%).

Альфа-Банк начинает выставлять рекомендации по акциям Лебедянского - ДЕРЖАТЬ при расчетной цене \$62,4. Мы отмечаем хорошие фундаментальные показатели компании, четкую стратегию развития, возможности дальнейшего роста бизнеса и профессионализм менеджмента, но в настоящее время рыночная стоимость акций компании представляется нам справедливой.

**Мы повышаем нашу расчетную цену для акций Вимм-Билль-Данна на 28% до \$22,5**

Мы повышаем расчетную цену ADR Вимм-Билль-Данна до \$22,5 по результатам вероятностного анализа, предполагающего «базовый» (\$17,6) и «оптимистический» (\$33,9) сценарии на базе сравнительной оценки компаний. Основным катализатором роста этой бумаги должны стать, на наш взгляд, какие-то веские доводы в пользу того, что негативные тенденции преодолены, в частности, улучшение финансовых показателей, усиление команды менеджеров и т.д.





## ПИЩЕВАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ

### Вимм-Билль-Данн

#### Илл. 98. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	1.189	1.382	1.569	1.764
EBITDA, млн. \$	97	114	139	167
Чистая прибыль, млн. \$	23	23	30	41
P/E	35,3	34,8	27,0	19,7
EV/EBITDA	10,9	9,3	7,6	6,3
Капитализация, млн. \$	748			
EV, млн. \$	1.056			
Кол-во акций, млн.	44			

Источники: оценки Альфа-Банка

#### Илл. 99. Краткий обзор компании

##### Сильные стороны

- Ведущий российский производитель соков и молочной продукции
- Обширная дистрибуторская сеть

##### Слабые стороны

- Низкий уровень загрузки мощностей на ряде региональных заводов
- Приобретаемые предприятия требуют модернизации для обеспечения уровня качества

##### Возможности

- Выход на новые ниши (бутилированная вода, сыр) увеличит продажи
- Сотрудничество с молочными фермами обеспечит стабильные поставки молока

##### Угрозы

- Нехватка сырого молока для производства молочной продукции
- Усиление конкуренции со стороны международных и российских компаний

Источники: оценки Альфа-Банка

#### Илл. 100. Основные события

Дата	Событие
Сентябрь 19	<b>Результаты Вимм-Билль-Данн за 1П05 соответствовали ожиданиям большинства аналитиков, нейтрально</b> Выручка возросла на 17,5% год-к-году, составив \$682 млн. Основной вклад в рост выручки внесли производство молочной продукции (+17,5%, 70% выручки) и производство детского питания (+42%, 6% выручки; при этом производство детского питания у Лебедянского дало за тот же период 84% выручки). Производство соков возросло только на 5,4% год-к-году (23% общей выручки), в то время как у Лебедянского выручка от производства соков составила 34% общей выручки. EBITDA росла медленнее выручки, в результате чего норма EBITDA сократилась с 8,8% с 1П04 до 8,3%. Руководство компании объясняет это снижением нормы валовой прибыли в сегменте молочной продукции и ростом коммерческих и общехозяйственных расходов. Чистый доход снизился на 36% год-к-году, что отчасти обусловлено высокой эффективной ставкой налогов.

Источник: оценки Альфа-Банка

## Седьмой континент

#### Илл. 101. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	496	791	1.285	1.598
EBITDA, млн. \$	44	78	126	151
Чистая прибыль, млн. \$	27	51	80	95
P/E	57,0	30,3	19,4	16,5
EV/EBITDA	35,4	20,6	12,6	10
Капитализация, млн. \$	1.558			
EV, млн. \$	1.559			
Кол-во акций, млн.	65			

Источники: оценки Альфа-Банка

#### Илл. 102. Краткий обзор компании

##### Сильные стороны

- Одна из крупнейших сетей супермаркетов в России
- Отличная репутация и узнаваемый бренд
- Разнообразные форматы магазинов

##### Слабые стороны

- Присутствие только на рынке Москвы
- Низкая рентабельность

##### Возможности

- Региональная экспансия
- Повышение рентабельности

##### Угрозы

- Рост арендных ставок
- Ужесточение конкуренции на рынке

Источники: оценки Альфа-Банка



## Балтика

### Илл. 103. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	994	1.443	1.688	2.008
ЕБИТДА, млн. \$	253	390	458	539
Чистая прибыль, млн. \$	132	230	277	333
P/E	25,5	14,6	12,1	14,4
EV/ЕБИТДА	14,8	9,6	8,2	6,9
Капитализация, млн. \$	3.363			
EV, млн. \$	3.740			
Кол-во акций, млн.	131			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 104. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

- Ведущий российский производитель пива, обладающей национальной маркой
- Стратегический инвестор является одним из крупнейших акционеров
- Одно из наиболее прибыльных пивоваренных предприятий развивающихся рынков

#### Слабые стороны

- Отсутствие полностью интегрированной дистрибьюторской сети
- Низкая ликвидность и незначительный объем акций в свободном обращении

#### Возможности

- Стремление и способность увеличить долю рынка

#### Угрозы

- Снижение рентабельности из-за усиления конкуренции

Источники: оценки Альфа-Банка

## Пятерочка

### Илл. 105. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	1.106	1.616	2.364	3.063
ЕБИТДА, млн. \$	111	191	267	320
Чистая прибыль, млн. \$	74	119	167	195
P/E	41,8	26,0	18,6	15,9
EV/ЕБИТДА	28,4	17,0	12,1	10,0
Капитализация, млн. \$	3.111			
EV, млн. \$	3.252			
Кол-во акций, млн.	153			

Источники: оценки Альфа-Банка

### Илл. 106. Краткий обзор компании

#### Сильные стороны

- Крупнейший российский продовольственный ритейлер
- Высокая рентабельность
- Большое количество магазинов и их выгодное месторасположение

#### Слабые стороны

- Компанию контролируют два физических лица (67%)

#### Возможности

- Дальнейшая географическая экспансия

#### Угрозы

- Рост конкуренции на рынке

Источники: оценки Альфа-Банка

## Лебедянский

### Илл. 107. Основные события

Дата	Событие
Сентябрь 1	<p><b>Лебедянский выпустил хороший отчет за 2Кв05, показав 45%-ный рост выручки год-к-году</b></p> <p>ЭКЗ «Лебедянский» опубликовал очень хороший отчет за 2Кв05. От реализации соков компания получила выручку на 42% больше (\$131 млн), чем в аналогичном периоде прошлого года, тогда как общероссийское производство этого вида продукции выросло за тот же период только на 17%. Выручка от реализации детского питания выросла на 80% до \$14 млн (доля этой продукции в совокупной выручке компании составила 9,6%). Столь существенный рост выручки объясняется как увеличением объемов производства (+30% год-к-году), так и 12%-ным повышением долларовой цены (во 2Кв курс доллара относительно рубля повысился на 3%). Компания считает, что достижение таких высоких показателей стало возможным в результате расширения сбытовой сети и роста популярности фирменной продукции. Кроме того, компания показала неплохую рентабельность: норма совокупной валовой прибыли достигла 43,5%, что на 2,6 п.п. выше, чем в аналогичном периоде прошлого года. С другой стороны, из-за роста коммерческих и общехозяйственных расходов (до 21% от выручки) норма ЕБИТДА осталась на уровне 25%. По нашим прогнозам, по итогам 2П05 норма ЕБИТДА снизится как раз из-за выросших коммерческих и общехозяйственных расходов. Во 2Кв05 чистая прибыль выросла соответственно росту выручки до \$24 млн.</p>

Источник: оценки Альфа-Банка

## КОСМЕТИКА

### Аптеки 36,6

#### Илл. 108. Ключевые финансовые индикаторы

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Выручка, млн. \$	211	333	476	619
ЕБИТДА, млн. \$	19	28	35	42
Чистая прибыль, млн. \$	1	3	6	11
P/E	285,8	67,7	32,3	18,4
EV/ЕБИТДА	15,5	9,6	7,4	5,6
Капитализация, млн. \$	207			
EV, млн. \$	265			
Кол-во акций, млн.	8			

Источники: оценки Альфа-Банка

#### Илл. 109. Краткий обзор компании

<b>Сильные стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Сильные позиции в Москве, хорошее развитие в регионах</li> <li>Очень хорошее восприятие и известность бренда 36,6</li> </ul>
<b>Слабые стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Отрицательный чистый денежный поток до 2006 года</li> <li>Отсутствие ликвидности на локальных рынках, маленький free float</li> </ul>
<b>Возможности</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Расширение в регионах через покупку</li> <li>Увеличение продаж за счет расширения ассортимента</li> </ul>
<b>Угрозы</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Конкуренция снизит прибыльность</li> <li>Рост может быть сдержан недостаточным финансированием</li> </ul>

Источники: оценки Альфа-Банка

## Банковский сектор

Наталья Орлова, (7 095) 795-3677

**Право вступить в систему страхования депозитов получили лишь 927 банков, что означает усиление функции мониторинга ЦБР**

Неделю назад ЦБР завершил рассмотрение банковских заявок на вступление в систему страхования депозитов. Результаты оказались неожиданными: из имеющихся в России 1270 банков разрешение на вступление в систему страхования депозитов получили лишь 927 (73%). Хотя 120 банков вовсе не подавали заявки, более чем 200 банков получили от ЦБР отказ, что предполагает существенное усиление его функции мониторинга.

**Банки США закрывают корреспондентские счета в российских банках, что помогает ЦБР**

Год назад ЦБР опубликовал исследование, показавшее, что 20% российских банков используют фиктивный капитал, но до сих пор мало что было сделано для уменьшения числа банков. На наш взгляд, главным фактором, обусловившим в текущем году более активную позицию ЦБР в этом вопросе, стало благоприятное изменение внешних условий в 2004 г. В результате давления со стороны местных регулятивных властей американские банки, начиная с 2004 г., активно закрывают корреспондентские счета в российских кредитных учреждениях. В итоге к середине 2005 г. корреспондентские счета в иностранных банках имели лишь 200 российских банков, что заставило остальные банки работать через посредство своих местных конкурентов.

**Рост отечественной конкуренции привел к увеличению числа сделок M&A в банковском секторе, включая мелкие банки**

Предварительные проверки ЦБР в отношении претендентов на участие в схеме страхования депозитов также сказались на положении банков, использующих для поддержки своих операций фиктивный капитал. Снижение прибыльности в результате внешнего давления, усиления отечественной конкуренции и роста стоимости операций явно повредило мелким банкам, на что указывает увеличение числа сделок M&A в банковском секторе прошлым летом.

**Давление со стороны регулятивных властей США и ослабление оппозиции местных банков пошло на пользу ЦБР**

В целом, хотя усиление функций мониторинга со стороны ЦБР стоит приветствовать, оно не было итогом ужесточения политики Правительства. Скорее, оно стало реакцией на усложнение внешних условий для российских банков, в результате чего оппозиция мелких банков процессу выбраковки ослабла.



**Лишь 30% населения России знает о системе страхования депозитов**

**Чем выше процентные ставки в российских частных банках, тем быстрее приток туда депозитов**

Первые реальные итоги работы системы страхования депозитов предполагают для банковского сектора две вещи. Во-первых, население в целом было плохо информировано о новой системе, поэтому вкладчики – движимые желанием минимизировать риски – продолжают отдавать предпочтение иностранным и государственным банкам. Согласно опросам, лишь 30% респондентов знают о программе страхования депозитов, а около 26% не верят в то, что закон о ней будет эффективным.

Во-вторых, для частных российских банков введение схемы страхования депозитов привело к росту эластичности во взаимодействии двух факторов: рост числа депозитов и повышение процентных ставок по ним. Итоги 2-го кв. 2005 г. показывают, что иностранные банки демонстрировали более быстрый (свыше 15%) рост депозитов, хотя предлагали по ним весьма низкие процентные ставки. Анализ российских банков показывает: те из них, которые предлагали ставку свыше 11%, зафиксировали рост депозитов на 15%, а те, кто платил 6-7%, увеличили число розничных депозитов лишь на 6%. Вывод состоит в том, что с точки зрения владельцев розничных депозитов – все 927 банков (участников системы страхования депозитов) имеют сегодня одинаковый уровень риска. Т.о., эта система не только препятствует банкам в снижении процентных ставок, но даже может вызвать некоторое – пусть умеренное – увеличение вознаграждений по депозитам.

### Сбербанк

**Илл. 110. Ключевые финансовые индикаторы**

На конец декабря	2004	2005П	2006П	2007П
Активы, млн. \$	50.170	67.453	75.983	84.870
Чистая прибыль, млн. \$	473	767	824	929
P/E	38,8	24,0	22,3	19,8
Капитализация, млн. \$	19.086			
Кол-во об. акций, млн.	19			

Источники: оценки Альфа-Банка

**Илл. 111. Краткий обзор компании**

<b>Сильные стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>75%-ная монополия на рынке депозитов</li> <li>Гос.участие гарантирует доверие вкладчиков</li> </ul>
<b>Слабые стороны</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Рост кредитов ухудшает качество кредитного портфеля</li> <li>Филиальная сеть в 1329 отделений слишком дорогостоящая</li> <li>Гос.участие отбивает интерес менеджеров повышать капитализацию</li> </ul>
<b>Возможности</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Развитая филиальная сеть облегчает ипотечное кредитование</li> <li>Расходы (сейчас 40% доходов) могут быть сокращены на 25%</li> </ul>
<b>Угрозы</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Пенсионная реформа может подолвать монополию на вклады пенсионеров</li> <li>Страхование депозитов увеличит стоимость их обслуживания на 10%</li> </ul>

Источники: оценки Альфа-Банка



## Рынок облигаций

Екатерина Леонова, (7 095) 785-9678  
 Марина Власенко, (7 095) 783-5029

## Илл. 112. Основные события

Дата	Событие, комментарий
1 сентября	<b>Европейский Центробанк оставил без изменений основную ставку (на уровне 2% годовых).</b> Тем не менее, банк отметил, что темп роста экономики позволит вскоре ужесточить монетарную политику, что может обернуться поддержкой доллару против евро. Ужесточение политики необходимо в целях сдерживания инфляции, учитывая высокий уровень цен на нефть.
5 сентября	<b>День труда в США</b>
6 сентября	<b>Банк Индонезии в четвертый раз за четыре недели резко повысил основную ставку (на 50 б.п.).</b> Начавшийся в августе экономический кризис заставил Банк Индонезии ужесточить монетарную политику и усилить интервенции.
8 сентября	<b>Агентство Moody's включило рейтинги России и ряда ее государственных компаний в список на возможное повышение рейтингов</b>
11 сентября	<b>Правящая партия Японии во главе с премьер-министром Коидзуми получила на парламентских выборах подавляющее большинство</b>
15 сентября	<b>Банк Бразилии снизил основную ставку SELIC на 25 б.п.</b> Низкий уровень инфляции впервые за 1,5 года позволил ослабить монетарную политику. Это решение было с энтузиазмом воспринято рынком и расценено как сильный фактор поддержки курсу бразильских долгов.
18 сентября	<b>Состоялась 137-я конференция ОПЕК.</b> Учитывая важность сохранения стабильного нефтяного рынка, участники конференции договорились о том, что в случае необходимости члены картеля смогут реализовать в интересах рынка свои незадействованные мощности (порядка 2 млн баррелей в сутки) в трехмесячный период, начиная с 1 октября 2005 г.
18 сентября	<b>Выборы канцлера Германии не принесли политической стабильности.</b> Голосование не выявило среди ведущих партий победителя. Неопределенность ситуации в Германии повлияла на соотношение евро к доллару и негативно сказалась на финансовых рынках в зоне евро.
20 сентября	<b>ФРС США в одиннадцатый раз подряд повысила основную ставку на 25 б.п. (до 3,75%).</b> В заявлении ФРС текущая денежная политика названа «подходящей» для целей сбалансирования рисков высокой инфляции и замедления темпов роста экономики. ФРС дала понять, что продолжит политику повышения процентных ставок.
22 сентября	<b>Ураган «Рита» приблизился к штатам Техас и Луизиана.</b> Ожидалось, что новый ураган окажется по своим разрушительным последствиям хуже урагана «Катрина», но позднее степень опасности была понижена с 5 до 1. Цены на нефть сперва вновь подскочили (почти до \$70 за баррель), но после переоценки опасности урагана, вернулись на прежний уровень. Из-за последствий ураганов нефтеперерабатывающие мощности США (в объеме свыше 3 млн баррелей в сутки) остаются незадействованными.
23 сентября	<b>Встреча министров финансов группы G-7.</b> Министры финансов призвали приложить все возможные усилия к достижению стабильности мировых цен на нефть, а также стабильности обменных курсов.

Источник: оценка Альфа-Банка

### Последствия ураганов стали «смазкой» для экономики США

В сентябре тренды на рынке долгов оказались в сильной зависимости от цен на нефть и от динамики Казначейских бумаг США. За последний месяц последствия ураганов и ужесточение политики ФРС создали на рынке Казначейских бумаг США «медвежий» тренд. При сохранении цен нефти на высоком уровне инфляционное давление увеличивается. Члены ФРС заявили, что цифры Индекса потребительских цен за 3-й и 4-й кв. 2005 г. окажутся выше обычных. Главной целью ФРС остается стабильность цен, курс на ужесточение монетарной политики сохраняется. Озабоченность у ФРС вызывают темпы роста экономики и состояние торгового баланса, но «размеренный шаг» повышения процентной ставки назван «подходящим» для целей сбалансирования рисков повышения инфляции и замедления темпов роста экономики.

### Развивающиеся рынки переживают подъем

В течение последней недели сентября сильное воздействие на цены российских евробондов оказали как сообщения о переговорах по вопросам досрочного погашения долгов (в 2006 г. планируется выплатить не менее \$10 млрд), так и рост цен на развивающихся рынках. Облигации Бразилии, Венесуэлы и Эквадора демонстрировали рост цен на фоне позитивных новостей, касавшихся усиления экономической интеграции развивающихся стран. Конкретно речь идет о следующих событиях: (1) завершение переговоров между Бразилией и Венесуэлой о совместном строительстве крупного НПЗ; (2) выборы на важный политический пост на Филиппинах одного из деятелей, близких к президенту Бразилии; и (3) Эквадор планирует разместить евробонды на сумму \$500 млн (что может означать восстановление его рынка облигаций), причем 60% бондов подлежат выкупу Бразилией.



Корреляция между российскими долгами и Казначейскими бумагами США несколько уменьшилась, а игроки на рынке Казначейских бумаг США заняты переоценкой последствий урагана «Рита», который оказался менее разрушительным, чем предполагалось. Потенциальный рост инфляционного давления в результате ураганов останется сильным фактором снижения рынка облигаций США.

Позитивные тенденции на развивающихся рынках (наряду с ростом доходности Казначейских бумаг США) привели к тому, что спрэды сократились до новых рекордных уровней. К концу месяца спрэд между облигациями «Russia-30» и 10-летними Казначейскими бумагами США сильно сократился - до 95 б.п.

### **Прогноз на октябрь**

В октябре рынок российских еврооблигаций ждет новостей о повышении рейтинга России и о тренде Казначейских бумаг США. Высокие цены на нефть и рост правительственных расходов из-за последствий ураганов привели к повышению инфляционных ожиданий рынка. Ущерб от ураганов признан величайшим в истории США, и рост бюджетных расходов приведет к увеличению денежной массы в стране. Члены ФРС заявили, что пока кампания по повышению процентных ставок «далека от завершения». В ожидании дальнейшего роста доходности большая часть инвесторов торопится закрыть короткие позиции. Основной границей доходности 10-летних Казначейских бумаг США служит 4,4% годовых. Прошедшим летом граница не была прорвана, но в этот раз – если доходность ее преодолет – следующий уровень сопротивления составят 4,63% годовых.

Привыкнув к новым рекордным уровням, развивающиеся рынки продолжают расти, а спрэды стран Латинской Америки, Турции и Филиппин могут сужаться дальше. Повышательный тренд на развивающихся рынках стал фактором поддержки российских евробондов. Впрочем, ожидаемое повышение рейтинга агентством Moody's и переговоры о выплате долга в 2006 г. уже учтены в ценах рынка, и спрэды уже достигли неоправданно узких рамок.



## Индекс РТС: осеннее падение

Владимир Кравчук, к.ф.-м. н. (7 095) 795-3743

Илл. 113. Индекс РТС – основные технические характеристики

Инд.	Рекомендация	Характеристика тренда		Уровень сопротивления		Уровень поддержки		Диапазон	
		Краткосрочный	Долгосрочный					1 - 30 сентября	
РТС	ПРОДАВАТЬ	1000	Нейтральный	Восходящий	R4 1098.20	261,8% FiboE	S1 947.76	7-недельная MA	OP 882.20
	НА ОТСКОКЕ				R3 1066.17	Граница формации	S2 848.52	38.2% FiboR	HI 1008.56
	ЦЕЛЬ	850			R2 1052.73	Максимум 04.10.05	S3 733.07	200-дневная MA	LO 862.75
					R1 1000.00	Психологический	S4 666.44	Основной	CL 1007.76

Источник: оценка Альфа-Банка

## Основные выводы

- Установив новый исторический максимум на отметке 1052.72, индекс РТС быстро опустился ниже психологического уровня 1000, что указывает на начало глубокой технической коррекции в сторону понижения.
- Расхождение между текущим значением индекса РТС и значением его 200-дневной скользящей средней по-прежнему остается слишком большим, а сам рынок все еще выглядит перекупленным в долгосрочном плане.
- Наш оптимистический сценарий включает в себя падение индекса РТС, по крайней мере, к уровню 850 до конца этого года.
- Мы поэтому рекомендуем нашим инвесторам ОТКРЫВАТЬ КОРОТКИЕ ПОЗИЦИИ на «отскоке» с предварительной технической целью 850.

Илл. 114. Индекс РТС - Месячные технические характеристики, по состоянию на 11 октября 2005 г.



Источники: РТС, CQG, оценка Альфа-Банка





**Индекс РТС должен упасть, по крайней мере, до 850, прежде чем действительно появятся хорошие возможности для покупок**

### Классический технический анализ

Установив новый исторический максимум на отметке 1052.72, индекс РТС быстро опустился ниже психологического уровня 1000, что указывает на начало глубокой технической коррекции в сторону понижения. В то же время, расхождение между текущим значением индекса РТС и значением его 200-дневной скользящей средней остается достаточно большим, а сам рынок все еще выглядит перекупленным в долгосрочном плане. Это обуславливает значительный потенциал падения индекса РТС на среднесрочном временном горизонте. Наш оптимистический сценарий включает в себя падение индекса РТС, по крайней мере, к уровню 850 до конца этого года.

### Краткосрочный тренд и циклы

**Илл. 115. Индекс РТС – Характеристика краткосрочного тренда и циклов, по состоянию на 11 октября 2005 г.**



Источник: оценка Альфа-Банка

**Краткосрочный тренд на РТС стал нейтральным**

Медленная адаптивная линия тренда (АТЛ) в верхней части Илл. 115 прекратила свой рост и в настоящее время направлена горизонтально. Это значит, что краткосрочный тренд на РТС стал нейтральным. В то же время, быстрая адаптивная линия тренда АТЛ уже сформировала свою вершину и возобновила падение. В настоящее время, текущее значение быстрой АТЛ находится ниже как быстрой адаптивной скользящей средней АМА, так и медленной адаптивной линии тренда АТЛ. Это сигнализирует о начале формирования модели перелома тенденции на вершине.

**Медленный момент стал понижаться**

Индикатор медленного момента в средней части Илл. 115 прошел свой локальный максимум на положительной территории и начал понижаться,





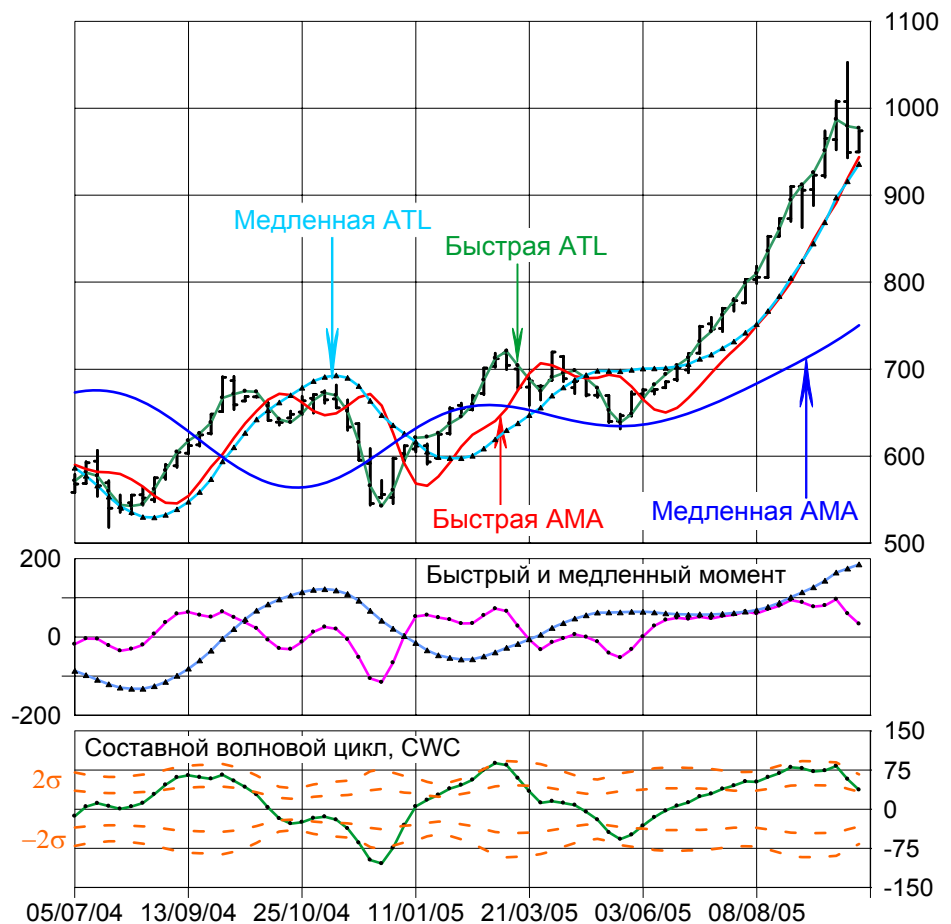
### Краткосрочный CWC возобновил фазу падения

что подтверждает факт формирования модели перелома тенденции. В то же время, индикатор быстрого момента уже достиг области отрицательных значений и продолжает падать.

Краткосрочный составной волновой цикл (CWC) в нижней части Илл. 115 миновал свой новый локальный «гребень» в сильно перекупленной области и возобновил фазу падения. В настоящий момент краткосрочный CWC уже достиг сильно перепроданной области, что указывает на кульминацию покупок на рынке и усиливает нашу среднесрочную медвежью позицию.

### Долгосрочный тренд и циклы

Илл. 116. Индекс РТС – Характеристика долгосрочного тренда и циклов, по состоянию на 11 октября 2005 г.



Источник: оценка Альфа-Банка

### Долгосрочный тренд на РТС все еще восходящий

Медленная адаптивная линия тренда (ATL) в верхней части Илл. 116 продолжила свой рост в сентябре. Это указывает на то, что долгосрочный тренд на РТС пока остается восходящим. Однако быстрая адаптивная линия тренда (ATL) уже сформировала свой «пик» и начала понижаться. Мы рассматриваем этот технический сигнал как среднесрочную «медвежью» предпосылку, который указывает на завершение летне-осеннего ралли на российском рынке акций.

### Быстрый момент продолжает падение

Индикатор медленного момента в середине Илл. 116 в настоящее время продолжает расти в области положительных значений, но, похоже, уже приближается к крупному максимуму. Что касается быстрого момента, то он сформировал свой «острый» локальный максимум две недели назад и сейчас уже приближается к ключевому нулевому уровню. Такая комби-



**Долгосрочный CWC сформировал «двойную вершину» и начал новую фазу падения!**

**Первый сильный уровень поддержки расположен вблизи 850**

**Мы рекомендуем ПРОДАВАТЬ индекс РТС «на отскоке» с предварительной технической целью 850**

нация индикаторов момента – это дополнительный аргумент в пользу завершения летне-осеннего ралли на российском рынке акций.

Долгосрочный составной волновой цикл (CWC) сформировал свой второй «гребень» с сильно перекупленной областью, расположенной вблизи отметки «плюс два сигма», а затем уверенно пошел вниз. Новая фаза падения цикла сопровождается «медвежьей» дивергенцией относительно быстрой ATL. Мы оцениваем потенциал падения индекса РТС за счет долгосрочного CWC в 150 базисных пунктов.

### **Уровни поддержки и сопротивления**

Ближайшие уровни поддержки и сопротивления на РТС показаны на Илл. 113 и 114. Первый сильный уровень поддержки сейчас расположен вблизи 850. Следующая серьезная поддержка – это текущее значение 200-дневной скользящей средней 733. Основной уровень поддержки равен 666.

### **Потенциал роста и падения индекса РТС**

С учетом вышеприведенных факторов мы делаем следующие выводы:

1. Установив новый исторический максимум на отметке 1052.72, индекс РТС быстро опустился ниже психологического уровня 1000, что указывает на начало глубокой технической коррекции в сторону понижения.
2. Расхождение между текущим значением индекса РТС и значением его 200-дневной скользящей средней по-прежнему остается слишком большим, а сам рынок все еще выглядит перекупленным в долгосрочном плане.
3. Наш оптимистический сценарий включает в себя падение индекса РТС, по крайней мере, к уровню 850 до конца этого года.

Мы поэтому рекомендуем нашим инвесторам ОТКРЫВАТЬ КОРОТКИЕ ПОЗИЦИИ на «отскоке» с предварительной технической целью 850.

Эта страница специально оставлена пустой

Эта страница специально оставлена пустой

# Информация

## Альфа-Банк (Москва)

Начальник управления рынков и акций  
Телефон/Факс

Доминик Гуалтиери  
(7 095) 795-3649/(7 095) 745-7897

### Аналитический отдел

Телефон/Факс  
Начальник аналитического отдела, Телекоммуникации  
Главный стратег  
Нефтяная и газовая промышленность  
Макроэкономика, банковский сектор  
Энергетика  
Телекоммуникации/Интернет  
Металлургия, машиностроение  
Потребительские товары

(7 095) 795-3676/(7 095) 745-7897  
Андрей Богданов

Кристофер Уифер  
Аниса Нагария  
Наталья Орлова  
Роман Филькин  
Андрей Богданов, Светлана Суханова  
Максим Матвеев CFA, Наталья Шевелёва  
Светлана Суханова, Елена Бороденко

Государственные ценные бумаги  
Технический анализ  
Аналитическая поддержка российских клиентов  
Группа переводчиков  
Подготовка продуктов

Екатерина Леонова, Марина Власенко  
Владимир Кравчук, к.ф.-м. н.  
Ангелика Генкель, к.э.н.

### Торговые операции и продажи

Телефон  
Продажи иностранным клиентам  
Продажи российским клиентам

Ринат Гайнуллин  
Брэндан Франич, Дмитрий Таскин

Рынки капиталов/Структурированные продукты  
Адрес

(7 095) 795-3672, (7 095) 795-3673  
Кирилл Суриков, Михаил Шипицин  
Олег Мартыненко, Александр Насонов  
Константин Шапшаров, Дмитрий Садовый  
Армен Петергов, Александр Свинов,  
Елена Капустина  
Проспект Академика Сахарова, 12  
Москва Россия 107078

## Alfa Capital Markets (Лондон)

Телефон/Факс  
Продажи, торговые операции  
Продажи  
Адрес

(44 20) 7588-8500/(44 20) 7382-4170  
Стив Доунер  
Максим Шашенков, Марк Коулей  
City Tower, 40 Basinghall Street  
London, EC2V 5DE

## Alfa Capital Markets (Нью-Йорк)

Телефон/Факс  
Продажи, торговые операции  
Продажи  
Адрес

(212) 421-8564/1-866-999-ALFA/(212) 421-8633  
Гарольд Уоррен  
Сабрина Риччи  
540 Madison Avenue, 30th Floor  
New York, NY 10022

© Альфа-Банк, 2005 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 29.01.1998 г.

*Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.*

Данный материал предназначен для распространения в Российской Федерации ОАО «Альфа-Банк» (далее Альфа-Банк). Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными. Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и (или) суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал и содержащиеся в нем сведения носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Альфа-Банк и его дочерние компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, берут на себя валютный риск. Вложения в России сопряжены со значительным риском, и поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной третьей стране. **Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах:** Данная публикация распространяется в США компанией Alfa Capital Markets (USA) Inc. (далее "Alfa Capital"), являющейся дочерним предприятием Альфа-групп, постольку, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами и положениями. В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица, на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.